

# ACTA ECONOMICA

УДК 33, ISSN 1512-858X, e-ISSN 2232-738X

**АСТА ECONOMICA**

**Часопис за економију**  
Издази 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 Колетник, Економски факултет Марибор  
Проф. др Брано Маркић, Економски факултет, Мостар  
George W. Kester, „Lee University”, Martel Professor of Finance

**ГЛАВНИ И ОДГОВОРНИ УРЕДНИК:**

Проф. др Драган Микеревић

**СЕКРЕТАР РЕДАКЦИОНОГ ОДБОРА:**

Мр Синиша Ракита

**ЛЕКТОР:**

Мр Татјана Марић

**ПРЕЛОМ ТЕКСТА:**

Милан Дамјановић, дипл. инж. ел.

**ШТАМПА:**

Атлантик ББ, Бања Лука

**ТИРАЖ: 400**

# ACTA ECONOMICA

Година XII, број 20

Бања Лука, фебруар 2014.

## Рецензенти

Др Здравко Тодоровић, редовни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Станко Станић, редовни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Никола Шпирић, редовни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Никола Вукмировић, редовни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Драгутин Шипка, редовни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Рајко Томаш, редовни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Перица Мацура, редовни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Новак Кондић, редовни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Снежана Раковачки-Тубић, ванредни професор, Економски факултет Бања Лука;  
Др Горан Радивојац, доцент, Економски факултет Бања Лука;  
Др Дејан Микеревић, доцент, Економски факултет Бања Лука;  
Др Боривоје Крушковић, доцент, Економски факултет Бања Лука;  
Др Милорад Иванишевић, редовни професор, Економски факултет Београд;  
Др Благоје Пауновић, редовни професор, Економски факултет Београд;  
Др Бошко Живковић, редовни професор, Економски факултет Београд;  
Др Бранко Ракита, редовни професор, Економски факултет Београд;  
Др Милан Лакићевић, ванредни професор, Економски факултет Подгорица;  
Др Радомир Божић, редовни професор, Економски факултет Источно Сарајево;  
Др Бранко Крсмановић, редовни професор, Факултет пословне економије Бијељина;  
Др Благоје Новићевић, редовни професор, Економски факултет Ниш;  
Др Слободан Малинић, редовни професор, Економски факултет Крагујевац;  
Др Јанез Прашникар, редовни професор, Економски факултет Љубљана;  
Др Силвије Орсаг, редовни професор, Економски факултет Загреб;  
Др Јован Родић, редовни професор у пензији, Београд.

# Садржај

## Претходна саопштења

---

*Вијика Лазовић*

Prospects of developing countries in digital economy case study of Montenegro  
Шансе земаља у развоју у условима дигиталне економије – примјер Црне Горе ..... 9

## Прегледни чланци

---

*Силвије Орсај*

Модификована чиста садашња вриједност  
Modified pure present value ..... 25

*Анђелко С. Лојџур*

Да ли и како је могућ оправак привреде у условима глобализације  
Whether and how it is possible the recovery of the economy in conditions of globalization? ..... 39

*Катиа Шкарић Јовановић*

Утицај примене методе удела на перформансе инвеститора  
The effect of using the equity method on the performance of the investor ..... 59

*Драјан Микеревић*

Оловне ноге опоравка економије Републике Српске  
Leadens legs of recovery of Republic of Srpska economy

*Марко Шанић, Брано Маркић, Сања Бијакшић*

Туризам и привредни опоравак  
Tourism and economic recovery ..... 103

*Миленко Крајишник, Далибор Томаш*

Утицај спољне трговине на привредни раст Републике Српске  
The Effect of foreign trade on economic growth in the Republic of Srpska ..... 125

*Горан Радивојац*

Карактеристике функционисања развијених финансијских тржишта у послјејекризном периоду  
Features of the functioning of developed financial markets in the post crisis period ..... 155

*Саша Вученовић, Драјан Миловановић*

Управљање инвестиционим пројектима у Републици Српској  
Management of investment projects in the Republic of Srpska ..... 171

*Душко Шњегића, Дражена Вујичић Рагисављевић*

Информациона моћ биланса спајања у функцији схватања значаја и примјене правила билансирања  
The merger balance information power in function of understanding importance and application of the balancing rules ..... 191

<i>Бранка Тоџић-Павковић</i>	
Могући правци развоја монетарне политике БиХ у циљу подстицања економског раста Possible tendencies of BiH monetary policy in encouraging the economic growth .....	213
<i>Тања Лаковић</i>	
Анализа ефикасности одбора за ревизију у процесу надзора финансијског извјештавања на примјеру компанија у Црној Гори Analysis of the effectiveness of the Audit Committee in the financial reporting oversight process in montenegrin companies .....	243
<i>Бодана Чеџар</i>	
Неопходност ефикаснијег вођења стечајног поступка у функцији опоравка привреде The necessity of introducing a more efficient bankruptcy procedure as a function of economic recovery .....	261
<i>Индира Курбеџовић</i>	
Стране директне инвестиције као фактор раста и развоја привреде The foreign direct investments as a factor of economic growth and development .....	283

---

## ПРЕТХОДНА САОПШТЕЊА

---





*Vujica Lazović<sup>1</sup>*

## **Prospects of developing countries in digital economy case study of Montenegro**

## **Шансе земаља у развоју у условима дигиталне економије – примјер Црне Горе**

### **Summary**

*Information technology has influenced business activities change to such extent that today we speak about new kind of economy, so called digital economy. Digital economy enforces new standards for doing business both on micro and macro, i.e. on global level. In this context, answering seemingly simple question regarding prospects of developing countries competitiveness in digital economy in comparison to traditional economy appears to be exceptionally interesting and even controversial in relation to classical economic theory. Cheap technology and rapid internet expansion offer new opportunity for developing countries to enter easily in global digital trends. In this regard, deliberate policy is required to foster development of infrastructure, education and entrepreneurship along with increasing use of information and communications technology. Through example of national internet domain .ME internationalization, thereafter is illustration how in Montenegro we recognized and utilized that opportunity.*

**Key words:** *Digital economy, developing countries, competitiveness, internet domain .ME, informatics education, broadband, entrepreneurship.*

---

<sup>1</sup> University of Montenegro, Faculty of Economics Podgorica, vujical@t-com.me

## Резиме

Информациона технологија је утицала на промену постовања до тог нивоа да се данас говори о новој врсти економије изв. дигиталној економији. Дигитална економија намеће нове стандарде постовања како на микро тако и на макро, то јест на глобалном нивоу. У том контексту, одговор на наизглед једносмислено питање које се односи на шансе земаља у развоју у погледу њихове конкурентности у условима дигиталне економије у односу на њихову конкурентност у условима традиционалне економије, може бити изузетно интересантним па и контраверзним у односу на класичну економску теорију. Једина технологија и брзо ширење интернета дају нову шансу земаљама у развоју да се веома лако укључе у глобалне дигиталне токове. У том погледу, неопходна је промишљена политика која ће поред све веће утицаре информационо-комуникационих технологија форсирајући и развој инфраструктуре, образовања и предузетништва. На примјеру интернационализације националног интернета домена .ME слиједи приказ како је у Црној Гори та шанса препозната и искоришћена.

**Кључне ријечи:** дигитална економија, земље у развоју, конкурентност, интернет домен .ME, информатичко образовање, широкопојасни интернет, предузетништво.

## Introduction

One of the questions that arises, when we take into consideration the special features of new economy and rapid expansion of information and communications technology even in the least developed parts of the world, is **whether prospects of developing countries are better in digital than in traditional economy with regards to competitiveness?** The answer is: YES. Traditional economy insisted on hierarchy, inherited positions, size and power, companies' capacities, natural resources, authorities, developed primary infrastructure etc. New, digital economy fosters idea, innovation, speed, knowledge, flexibility etc. (Kalim and Lodhi, 2004).

Substantial advantage and in the same time opportunity for developing countries is the fact that in digital economy **the access to market is easy**. Internet offers simple access to huge market, with negligible spending which is not the case in traditional economy (Lazović and Kovačević, 2010). Number of internet users is growing by 200 million annually and is forecast to reach over 3 billion by 2016 which represents approximately 50% of world population (The Boston Consulting Group, 2012). In the same time, competitiveness is enhanced by **low, almost**

**minimum individual investment to start up business on internet.** You need computer or smart device and comfortable internet connection. Is it really so?

To secure the aforementioned, quality information and communications infrastructure is required. Hence, in this regard priority of developing countries is to **develop broadband infrastructure** (Lazović, Rondović and Đuričković, 2010). In the same time, improvement of population information literacy should be focus of various education programs, i.e. introducing IT education from kindergarten to university. Certainly, technology and knowledge are crucial factors but only if combined with entrepreneurship. Therefore, recommendation to developing countries is to **force entrepreneurship** as main driving force of development (Lazović and Đuričković, 2011). For example, Montenegro is in the final phase of developing the model which considers introducing entrepreneurship as obligatory discipline both in primary and secondary education, and study programs of all profiles.

## **1. Living standard and information and communications technology**

In the context of earlier elaboration, the question of economic and philosophical substance along with globalization challenge poses the following: **Does level of information and communication technology use directly correlates to population living standard?** The answer is: No. In fact, this is a paradox of information society and an opportunity for developing countries since level information and communication technology use is not directly, i.e. proportionally correlated to population living standard (Henry and Lucas, 1999).

Arguments confirming this position are as follows: mobile phone penetration rate in Montenegro is over 180% in many years: in 2008 it was 193%, 2009 – 197% and in 2010, 197% (EKIP, 2011) while living standard, i.e. GDP per capita is approximately 5.000 EUR. On the other hand, when compared to developed countries, mobile phone penetration for example in Denmark is 153% (Cullen International, 2013) and GDP per capita over 41.000 EUR, or in Netherlands where mobile phone penetration is 121% and GDP per capita over 35.000 EUR (The World Bank, 2013). This might be considered individual case instead of common rule for developing countries. However, the fact is that aforementioned level of information and communication technology use is much bigger than expected with regards to living standard of population.

What explains such paradox? **Are information and technology devices luxury or existential good?**

Pursuant to previous elaboration, it can be concluded that ICT devices increasingly gain existential features since they represent basic tool for function-

ing and communication (both private and business) in modern society (Lazović, 2004). Additionally, the question is whether mobile phone penetration represents good indicator that country has better perspectives regarding competitiveness in digital economy? It should not be neglected that mobile phone today is smart device and after introducing 3G generation it is in the same time mobile internet point in times of broadband mobile access.

Thereinafter figures refer to these issues in Montenegro. In accordance to last international report regarding these trends, penetration of mobile broadband access in Montenegro amounts 11,7% , higher than average in EU-27 which is 8,1% and is remarkably higher than in the region (Digital Agenda for Europe, 2010). This should be considered in context of technology and living trends which are, beside domination of smart devices and transfer to new generation of Wireless, illustrated by decrease of prices or elimination of roaming charges etc. (Lazović and Kovačević, 2011).

Is this, conditionally speaking paradox sufficient to confirm better competitiveness chance of developing countries in terms of digital economy? Indeed, other preconditions are required starting from product, i.e. the answer of what developing countries can offer to global digital market?

## **2. Original digital products as precondition for competitiveness**

To valorize properly opportunity for improvement of competitiveness arising from digital economy, i.e. to increase level of e-readiness, a country needs to have original digital product (Christensen, 1997). What has been done in Montenegro in this regard? In this part of paper, the focus will be on national internet domain management and how with good approach, opportunities become reality. Overview of strategy for smart growth of DoME n ltd Company as Agent for domain registration under the national internet domain of .ME, illustrates potential and opportunities which companies from developing countries can accomplish in digital economy (Johansson, Karlsson and Stough, 2006).

### **2.1. National ccTLD – Domain .ME**

After gaining international subjectivity in 2006, Montenegro acquired right to receive international codes resources being awarded by certain international communities. International Organization for Standardization (ISO) approved unique two-letter code for Montenegro “.ME”, and in September 2006 ISO 3166 Maintenance Agency announced that Montenegro has been awarded .ME as national top domain (ccTLD – country code Top Level Domain).

Since domain internet zone management as well as management of central servers systems which secure functioning of Domain Name Systems (DNS) is be-

ing performed through independent organization – Internet Corporation for Assigned Names and Numbers (ICANN), in 2007 it delegated to Montenegro .ME domain, and Montenegro gained right to use extension .ME in internet space and be recognized by it in global network.

National internet domain is the ground for recognition, organization and presentation of information on internet and one of the key factors for development of national identity in the world (Kurbalija, 2012). Montenegrin national domain space includes ccTLD, i.e. country code top level domain for Montenegro .ME and all sub-domains registered within national domain. In this regard, management and use of domain presents high degree of responsibility and respect of various interests of all involved parties in accordance to imperative international standards. At that point, Montenegrin Government, academic community and other subjects faced challenge: To provide opportunity to use this attractive domain by global internet community or to limit the right only for citizens and subject from Montenegro? The choice of first approach eventually proved to be fully justified.

Respecting the best practice from neighboring countries and countries with attractive national internet domain, ccTLD Manager, .ME domain Council and Technical Administrator defined criteria for selection of Agent for domain registration<sup>2</sup>.

## **2.2. Strategy for smart growth of Agent for domain registration – DoMEn Ltd Company and positioning of national ccTLD domain .ME on global market**

Project of .ME domain valorization has been implemented through public-private partnership, upon international tender. The winner on the tender was consortium made by world renowned companies GoDaddy and Aflias Limited, together with local company ME-net. Pursuant to tender requirements, Consortium founded limited liability Company DoMEn seated in Podgorica which operates in accordance to Montenegrin laws. Consequent to that, in February 2008 DoMEn Ltd Company and Government of Montenegro signed the Contract

---

<sup>2</sup> For the purpose of quality management of .ME domain, Government of Montenegro in cooperation with ICANN appointed ccTLD Manager, established .ME domain Council and elected Technical Administrator (University of Montenegro – Centre for Information System). Defined criteria for election of Agent for domain registration were divided into two groups: a) quality of financial offer and b) reference of Agent for domain registration. Bidder, i.e. GoDaddy, Aflias Limited and ME-net, was first ranked by Decision about Bid Evaluation, in front of eNOM Inc and Verisign Sarl. In that way it was elected as Agent for .ME domain registration. On of the conditions was that company has to be seated in Montenegro and operate in partnership with Government of Montenegro.

about Agent for .ME domain registration<sup>3</sup> and becomes legal entity authorized for domain registration and other services related use of national .Me domain. Contract about Agent for domain .ME registration, stipulates financial and other relation between the Agent and founders, corporate guarantor and Government of Montenegro. It aims maximum valorization of effects related to national .ME domain use, being top domain in global system hierarchy in accordance to business code consisted in ISO 3166-1 standard for Montenegro. Significant share of income accomplished by domain restoration is revenue of State Budget and is allocated for development of information society.

First registration was made on March 24, 2008, when on DNS level, registered and removed were all state domains from reserved list which at that moment were visible under cg.yu domain. Thereupon, during following five years results of this approach were more than impressive: total number of registered domains on December 1, 2013 amounts 740.704, while average number of registrations on monthly level is 22.000 domains. According to Alexa (The Web Information Company), leading global tool for web sites ranking, among first 1.000.000 web sites, 2.974 has .ME extension (Alexa, 2013). Distribution channels comprise 170 of accredited registries doMEn Ltd is cooperating with and which along with sales network represent .ME domain to end user. Despite activities of other registries, GoDaddy holds 50% of all registered domains.

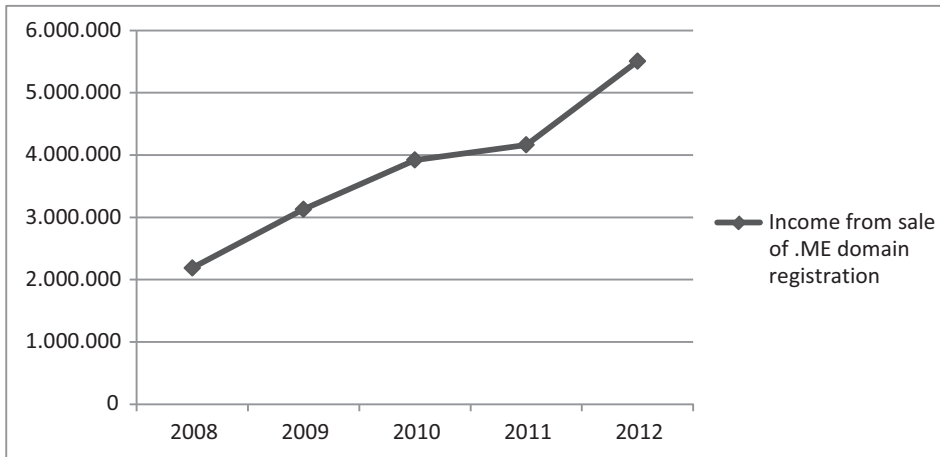
Complying with global trends in modern business around the world, DoMEn Ltd outsourced many business activities, i.e. entrusted them to enterprises specialized for certain fields. Outsourcing included: (a) registry management system and financial transaction which was outsourced from founder Aflias; (b) web hosting, including protection system, which was outsourced from another founder – GoDaddy and (c) complete web development which was outsourced from third founder ME-net.

### *2.2.1. Policy of registration of national ccTLD*

Contract about Agent for .ME domain registration defined that domain registration can be performed in two ways – through auction and non-auction. Pursuant to the Contract, Government of Montenegro receives 70% of total income that Agent for Registration realizes by sale of Premium and Reserved domains through auction and 33% of total income from sale of names through regular registration.

---

<sup>3</sup> Originally, the Contract about Agent for .ME domain registration was concluded for five years period and in 2013 was renewed for 10 years, i.e. by 2023.

**Graph 1.**5 years growth trend of income from sale of .ME domain registration<sup>4</sup>

DoMen Ltd Company is exposed to no credit risk that debtors will not be able to fully and in due time repay liabilities since registries pay in advance the amounts related to purchased services of domain registration. Agent for domain registration, upon their estimation, applies different stimuli and rebate, as promotion instruments aimed at increase of registration number. Furthermore, Redemption Grace Period (RDP Period) is 3 to 45 days; regardless it is registration or renewal. Purpose of RGP period for re-registration (restore) is to provide additional time after domain name deletion when registry can cancel deletion or “renew” name of globally significant domain in case of deleting by mistake.

### 2.2.2. Categories of Buyers and Promotion

Although .ME domain is being promoted as personal domain, approximately 42,9% (P. Lešić, personal communications, November 10, 2013) of all domains has been registered by companies understanding the potential of .ME domain for development of certain product or service on internet. This figure implies diversity of domain use. Putting no bans and allowing registration on global level, provided to companies from all over the world an opportunity to register. Advantage of .ME domain is the fact it is already recognized and renowned TLD and registries have confidence that sale will increase due to .ME domain.

<sup>4</sup> Agent for registration accomplished financial effects in the amount of 24.401.366 EUR for 2008 – 2013 period out of which 20.555.501 EUR from regular registration and 3.845.865 EUR from Premium and Reserved names registration. On the basis of guaranteed Budget revenue 13.200.000 EUR has been paid by April 1, 2013.

DoMEn Ltd has active role in promotion of national ccTLD – .ME domain by direct addressing of users. Such promotion is primarily educational where presentation of successful .ME domain use sets the ground for new content on domain. Important part of performance on the market is participation of Registry in domain promotion. Being aware of this, DoMEn Company participates in conferences, closely cooperates with registries and co-finances certain registries and maintains its position in the market.

From the very beginning, company invests remarkable sources in promotion and plans to retain the trend in future. Growth of number of .ME domain registrations depends on promotion and distribution programs (first of all short-term “test” discounts). DoMEn Company invested significant sources in banners, social networks communication, blogs, joint promotion with registrars, media statements, sponsorship etc.

Development program for assigning domain from Premium and Reserved list, based on individual offers, .ME registry is looking for partners – creative, successful companies, investors, entrepreneurs and social communities to change parts of .ME world. Through this project, Premium domain can be assigned beside auction. After three years of .ME domain promotion, development program became one of the substantial tools through which names were assigned to internet giants such as **WordPress, Facebook, The New York Times, Google, Yahoo** etc. All these companies use domains for online (internet) and offline (press, billboards) marketing. Marketing effect of these assignments aimed at promotion of .ME domain is immeasurable in comparison to short-term financial effect provisioned through lump sum for assigning of these domains. Cooperation and direct communication with internet giants fosters improvement of quality of content on .ME domain, as precondition for growth and survival of extension on global level.<sup>5</sup>

### *2.2.3. Positioning of national ccTLD – domain .ME on global market*

To illustrate appropriately positioning of ccTLD – .ME domain on global market, thereafter are tables and graphs presenting number of created domains, growth of registration in percents, number of registration on December 31 of 2008, 2009, 2010, 2011 and 2012, as well as percentage of renewed registrations for same periods.

---

<sup>5</sup> Results of this cooperation are series of popular addresses with .me extension: **fb.me, wp.me, google.me, call.me, blog.me, about.me, music.me, me.me, upisi.me, go.me, near.me, king.me, group.me, news.me, vk.me, ti.me, yb.me, connect.me, dress.me, with.me, lend.me, via.me, v.me, under.me, karma.me, thisis.me, read.me, d.me.**



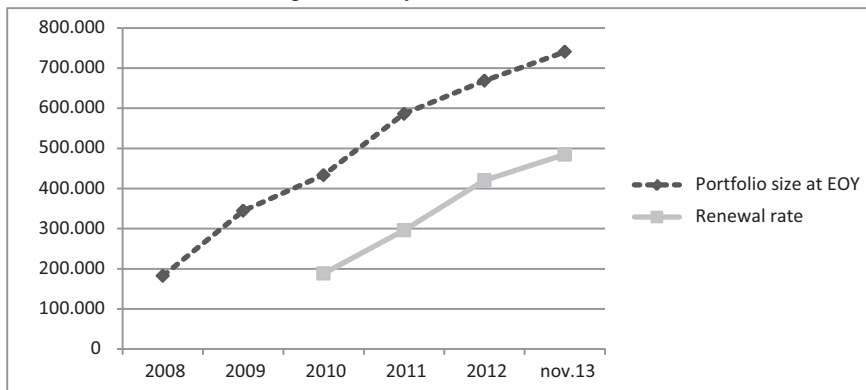
**Table 1.**

*Positive Growth Trend in registrations of domain .ME*

	Number of creates	Growth	Portfolio size at EOY	Renewal rate
<b>Total 2008</b>	184.046	n/a	182.232	n/a
<b>Total 2009</b>	168.521	89,07%	344.555	n/a
<b>Total 2010</b>	219.915	25,79%	433.428	54,58%
<b>Total 2011</b>	290.300	35,25%	586.213	62,01%
<b>Total 2012</b>	268.369	14,06%	668.613	66,00%
<b>1Jan-30Nov13</b>	256.072	10,78%	740.704	76,20%

**Graph 2.**

*Positive Growth Trend in registration of domain .ME*



**Table 2.**

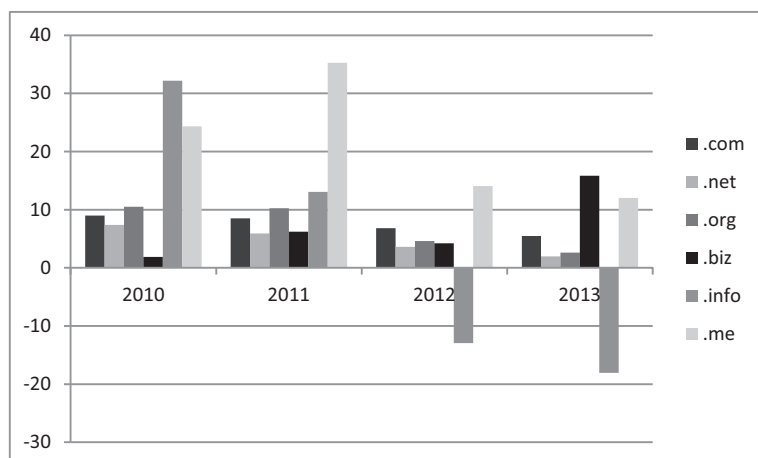
*ccTLD – domain .ME registration in 15 states, percentage*

Country	.ME domain
United State of America	53,36%
United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland	7,48%
Japan	5,84%
China	3,82%
Canada	3,58%
France	2,80%
Germany	2,07%
Russian Federation	1,86%
Australia	1,66%
Netherlands	1,33%
India	1,17%
Korea	1,07%
Spain	0,74%
Sweden	0,72%
Montenegro	0,69%

**Table 3.***Comparison of .ME extension growth to leading TLDs on global level*

	.com	.net	.org	.biz	.info	.mobi	.asia	.tel	.ie	.eu	.me
<b>2010</b>	8,98%	7,37%	10,51%	1,86%	32,16%	2,88%	-15,66%	4,89%	12,89%	5,93%	24,34%
<b>2011</b>	8,50%	5,89%	10,23%	6,20%	13,08%	5,03%	7,27%	25,07%	12,86%	5,45%	35,27%
<b>2012</b>	6,83%	3,62%	4,63%	4,22%	-12,95%	2,17%	93,61%	-22,91%	4,16%	5,36%	14,08%
≈	≈	≈	≈	≈	≈	≈	≈	≈	≈	≈	≈
<b>2013</b>	5,47%	1,95%	2,61%	15,84%	-18,06%	13,99%	33,96%	-13,27%	3,16%	-0,35%	12,03%

Enclosed is graphic illustration of growth trend of .ME domain and 5 leading TLDs on global level in domain industry. Data used are for years 2010, 2011 and 2012 and Q1 2013, Q2 2013, Q3 2013, X 2013 and XI 2013.

**Graph 3.***Growth trend of .ME domain and 5 leading TLDs on global level*

October records total growth in ccTLD industry in average of 0,40%, while .ME domain in the same period records growth by 0,80%. The expected average growth of ccTLD in 2013 is 5,3%, implying that .ME extension with average 12,3% accomplished doubled growth than average in the industry is (CENTR, 2013).

### 2.3. Social Responsibility and contribution to development of ICT society in Montenegro

DoMen Ltd is growing into one of the most significant points for generating and development of information entrepreneurship in Montenegro. Furthermore, it is recognized in the context of social responsibility. The company invested re-

markable funds in socially responsible projects and initiatives by donations and sponsorship of project in diversified segments of Montenegrin society:

- Active participation and finance of activities related to Olympic Team in Programming, in cooperation with Faculty of Natural Sciences and Mathematics and Examination Centre;
- Financing of Knowledge Olympiad organized by Faculty of Natural Sciences and Mathematics;
- Organization of regional conference in English language WebFest.ME/Spark.ME;
- Major sponsorship and support to social group “digitalizuj.me”;
- Sponsorship of students organizations;
- Donations to sport clubs;
- Donations to NGOs;
- Support to Computing Centre of University of Montenegro;
- One-off assistance to individuals in unenviable circumstances.

Active policy on popularization of national ccTLD – .ME domain impacts promotion of Montenegro in the world since millions of users daily meet with different content placed through .ME domain. This implies the worldwide success of national ccTLD influences perception and awareness about possible success of local products on global market.

DoMen Ltd Company is extraordinary example how to properly valorize opportunities given by digital economy. This is confirmed by following data: .ME domain accomplished the highest percentage growth in Europe when compared to other ccTLD; .ME domain is among 10 most often requested TLD registration, and is more popular than .org domain. The aforementioned implies the following conclusion: through strategy of smart growth extraordinary success was accomplished and .ME domain became the best export brand of Montenegro.

### **3. Role of State in improving the level of digital competitiveness**

When we consider challenges and chances of developing countries, the reasonable question is: Which role Government or state should have in development of information society i.e. stimulating the perspectives for improvement of competitiveness in digital economy?

First of all, the Government should propose **regulatory infrastructure**. This primarily refers to set of laws treating this field such as: E-commerce law, Information security law, Digital signature law, Electronic communication law, Intellectual right protection law etc. Using the experience of developed countries, developing countries mostly adopted these laws and it can be assumed that regulatory infrastructure is not barrier for developing countries. In addition to laws,

inevitable is adoption of bylaws as instruments and mechanisms for creating eligible climate for information society development.

Furthermore, the state is responsible for development of **institutional infrastructure** for fostering of information society development and establishing environment for business development on digital economy platforms. This is above all institutional promotion by policy makers like state bodies, ministry and administrative bodies with involvement of academic society, i.e. university and NGO as well. Governments of developing countries, as Montenegro, which establish special ministry for information society send clear message that they recognize challenges and opportunities which governments face in modern economy. Role of regulators and operators in regard of institutional mosaic is also unavoidable.

Finally, there is no serious e-readiness without proper investment into infrastructure, namely technology which provides **broadband** (Matula, 2010). Here appears certain dilemma: whether state itself, provided that it has resources as best solution, should invest into development of infrastructure or by economic policy measures motivate operators to invest? Experiences vary, but regardless model, it is necessary to have developed infrastructure. This is for many reasons crucial weakness in the prospects of developing countries to participate more seriously in global competitiveness in digital economy.

Earlier in this paper the role of increase of information education has been emphasized not only because of improvement of information literacy but stimulation of specialized information education (IT engineering) as precondition for e-business. Finally, the state by its own example demonstrates readiness to participate in digital society. That is why it is required to stimulate **e-government**. E-portals and services modernize administration and certainly provide more efficient, cheaper and faster procedures with maximum transparency. Degree of internet penetration is no longer obstacle for developing countries to insist on communication with citizens and economic entities on platforms for e-portals and services.

## **Conclusion**

Analysis presented in this paper (with special focus on Montenegro) intended to indicate that developing countries through smart policy have better perspectives to increase their competitiveness in digital economy, than they had in traditional economy. This is due to both, unstoppable process of price decrease, new technologies and internet expansion, and specifics and challenges related to new, digital economy which rules and legitimacy of functioning cannot be fully embraced by instruments of heretofore valid economic analysis.

Therefore, there are numerous arguments supporting the approach that developing countries in first decades of XXI centuries have additional opportunity to overcome inherited economic backwardness. Undoubtedly, this is supported by paradox of information society that degree of information and communications technology use is not in direct, i.e. proportional correlation with living standard of population.

The aforementioned leads to conclusion that information and communications technology in modern society, present good of existential feature rather than luxury. Since opportunities for competitiveness improvement and overall development in XXI century are closely connected to education, innovation and entrepreneurship, these should be the goals of predominant economic and even political orientation of developing countries.

To foster competitiveness of national economy in world of digital economy, it is expected that governments of developing countries will focus on development of not only physical but also normative and institutional IT infrastructure. Its commitment to these issues is best demonstrated through development of e-government services. Not addressing these issues in proper manner by policy generators, would result in failing to utilize this “historical chance”. In addition to illustration of mentioned phenomena, analysis and statement, this paper intention is to provoke future consideration on this topic.

## Literature

- Agency for Electronic Communication and Postal Services – EKIPI, Montenegro. (2011). *Survey of use of information and communication technologies in Montenegro*. Report. <http://www.ekip.me/download/Istrazivanje%20ICT.pdf> (Date of access: November 15, 2013)
- Alexa – The Web Information Company. (2013). Top sites report: *The top 1.000.000 sites on the web*. <http://www.alexa.com/topsites/global;0> (Date of access: November 21, 2013)
- Christensen, C. (1997). *The Innovator's dilemma*. Harvard Business School Press, Boston.
- Council of European National Top Level Domain Registries – CENTR. *Monthly Stat Report: OCTOBER 2013*. [http://www.centr.org/system/files/share/stats\\_201310.pdf](http://www.centr.org/system/files/share/stats_201310.pdf) (Date of access: November 10, 2013)
- Cullen international. (2013). *Enlargement countries monitoring*. Reports. <http://www.cullen-international.com/menu/regulatory-intelligence/sectors/telecommunications/telecom-regulation-europe/telecoms-regulation-europe/> (Date of access: November 15, 2013)
- European Commission. *Digital Agenda for Europe – A Europe 2020 Initiative*. (2010). <https://ec.europa.eu/digital-agenda/digital-agenda-europe> (Date of access: October 10, 2013)

- Henry, C. and Lucas, JR. (1999). *Information Technology and the productivity paradox, Assessing the value of investing in IT*. Oxford University Press, New York.
- Johansson, B, Karlsson, C. and Stough, R. (2006). *Entrepreneurship, Clusters and Policy in the Emerging Digital Economy*. Springer. [http://link.springer.com/chapter/10.1007/3-540-34488-8\\_1#page-2](http://link.springer.com/chapter/10.1007/3-540-34488-8_1#page-2) (Date of access: October 25, 2013)
- Kalim, R. and Lodhi, S. (2004). *Digital Economy - Prospects For Developing Countries*, Ideas III 61-73. The ICFAI Journal of Applied Economics – Institute of Chartered Financial Analysts of India, ICFAI Press.
- Kurbalija, J. (2012). *An Introduction to Internet Governance*. DiploFoundation. [http://issuu.com/diplo/docs/ig\\_2012#](http://issuu.com/diplo/docs/ig_2012#) (Date of access: October 15, 2013)
- Lazović, V, Rondović B. and Đuričković T. (2010). *Sociological and Economic Aspects of the Implementation of eGovernment Solutions in Montenegro*. Proceedings of the 6th European Conference on Management, Leadership and Governance, Wrocław, Poland. ISBN: 978-1-906638-81-8.
- Lazović, V. (2004). *Does Information Economics Need New Economic Analysis?* International Journal “Enterpreneurial Economics Vol. IV”. The University of Montenegro, Faculty of Economics in Podgorica.
- Lazović, V. and Đuričković, T. (2011). *Democracy in the Electronic Government Era – Challenges and Opportunities for Development in Montenegro*. Proceedings of MIPRO 2011/DE, Opatija, Croatia, ISBN 978-953-233-064-9, ISSN 1847-3938.
- Lazović, V. and Kovačević D. (2011). *Changes in the Understanding and Management of Value Chain in the Information Era*. Proceedings of MIPRO 2011/DE, Opatija, Croatia. ISBN 978-953-233-064-9, ISSN 1847-3938.
- Lazović, V. and Kovačević, D. (2010). *Internet and its fundamental impact on functioning of the new (information) economy*. Proceedings of 6th International Conference of ASECU. The University of Montenegro, Faculty of Economics in Podgorica.
- Matula, S. (2010). *Digital economies, SMEs and E-Readiness*. Business Science Reference, New York.
- The Boston Consulting Group. (2012). *The Connected World, The Internet Economy in the G-20*. Reports. [https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial\\_institutions\\_management\\_two\\_speed\\_economy\\_global\\_asset\\_management\\_2012/](https://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial_institutions_management_two_speed_economy_global_asset_management_2012/) (Date of access: October 15, 2013)
- The World Bank. *GDP per capita*. Reports. (2009-2013). <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD> (Date of access: November 15, 2013)

---

## **ПРЕГЛЕДНИ ЧЛАНЦИ**

---





*Силвије Орсаг<sup>1</sup>*

## Модификована чиста садашња вриједност

### Modified pure present value

#### Резиме

*Предмет овог рада је модификована чиста садашња вриједност и како она може бити корисно средство за вредновање реалних инвестиционих опортунитета када је опортунитетна стопа реинвестирања предузећа различита од њезине стопе финансирања – трошка капиталала или ризику прилагоденог трошка капиталала (дисконтна стопа). Таква ситуација може настати код вредновања пројеката малих и дрзорасних предузећа, вредновања пословних комбинација и у ситуацији гдје инвестициони пројекат има различит релевантни или систематски ризик од систематског ризика предузећа. Када је опортунитетна стопа реинвестирања предузећа различита од стопе финансирања, чиста садашња вриједност доводи до одређених некоректних резултата због чега се тражи нова методологија за коректне инвестиционе одлуке. Једна од могућности рјешења овог проблема је употреба модификоване чисте садашње вриједности.*

**Кључне ријечи:** модификована чиста садашња вриједност, трошак капиталала, ризику прилагодена дисконтна стопа, стопа профитабилности реинвестирања.

<sup>1</sup> Економски факултет Свеучилишта у Загребу, silvije.orsag@zg.t-com.hr

## Summary

*The subject of this paper is a modified net present value, and how it could be a useful tool for real investment opportunities valuation when the firm's opportunity rate of reinvestment is different from its financing rate – cost of capital, or risk-adjusted cost of capital (discount rate). This situation can occur for small business projects valuation, rapid growth business project valuation, for business combination valuation, and in situation when investment project have different relevant or systematic risk from the firm's systematic risk. When the firm's opportunity rate of reinvestment is different from its financing rate net present value method leads to some type of incorrect results that required new methodology for correct investment decision. One of the opportunities to solve this problem is use the modified net present value.*

**Key words:** *modified pure present value, cost of capital, risk adjusted discount rate, rate of reinvestment return*

## Увод

Несумњиво је да су чиста садашња вриједност и интерна стопа приноса (профитабилности или рентабилности) двије темељне методе финансијског одлучивања (Orsag i Dedi, 2011) и темељне методе које се широко користе у процесу буџетирања капитала, о чему свједоче многа истраживања на развијеним тржиштима капитала, али и на транзицијским и тзв. емерзивним тржиштима (Dedi, 2006). Одлуке о прихватању или одбацивању инвестиционих пројеката доносе се на основи предвиђених новчаних токова као изразу економских доходака који се очекују од инвестицијског пројекта и ризику прилагођене дисконтне стопе у чијој је основи трошак капитала друштва које предузима тај пројекат (Orsag i Dedi, 2004). При томе стандардно се претпоставља да акционарско друштво, предузимач инвестиционог пројекта, послује на нивоу оптималног инвестирања код којег је профитабилност реинвестирања новчаних токова примљених од инвестиционог пројекта једнака просјечном пондерисаном трошку капитала акционарског друштва (Orsag i Dedi, 2011).

Полазећи од стандардних претпоставки буџетирања капитала које се односе на зрела јавна акционарска друштва уврштена на прву берзанску котацију, финансијска литература је поређењем чисте садашње вриједности и интерне стопе приноса истакла чисту садашњу вриједност као један од значајнијих критерија финансијског одлучивања о инвестиционим пројектима, истичући низ проблематичних карактеристика везаних уз интерну стопу приноса. Најчешће се истичу непримјењивост за избор између

пројеката различитих инвестиционих трошкова, проблем постојања вишеструких интерних стопа у условима неконвенционалних новчаних токова и дискутабилност имплицитне претпоставке реинвестирања примљених новчаних токова прије истицања раздобља ефектуирања по интерној стопи, (Solomon, 1956, Renshaw, 1957) без обзира што постоје радови који показују како је упитна такви импутације претпоставке реинвестирања (Dudley, 1972, Biedleman, 1984, Релић, 1984). У ту су сврху развијене различите модификације интерних стопа приноса (Lin, 1976, McDaniel, McCarty & Jessel, 1988, Shull, 1992, Hajdasinski, 1995, Beaves 1998, 1993) из којих је настала модификована интерна стопа приноса која рјешава посљедње двије проблематичне особине.

Модификована интерна стопа приноса је интерна стопа израчуната уз претпоставку реинвестирања уз стопу профитабилности која је једнака трошку капитала. Ријеч је о широко прихваћеној модификацији критерија интерне стопе која се налази у већини уџбеника из подручја пословних финансија (*Corporate Finance*, односно *Managerial Finance*), односно из подручја буџетирања капитала (Orsag i Dedi, 2011, Damodoran, 1997, Brigham & Gapenski, 1997). За разлику од интерне стопе, расправе о валидности чисте садашње вриједности прилично су ријетке. Најчешће расправе су оне које се односе на немогућност чисте садашње вриједности да вреднује квалитативне промјене, односно стварне опције које су расположиве менаџменту у будућности, што се рјешава концептом тзв. стварне чисте садашње вриједности (Orsag i Dedi, 2011, Damodoran, 1997, Brigham & Gapenski, 1997) Међутим, ове примједбе вриједје за све традиционалне критерије вредновања инвестиционих пројеката. Потребе за модификовањем чисте садашње вриједности у условима када се разликује стопа профитабилности реинвестирања новчаних токова и стопа трошка капитала, истичу Myers (1974), Luehrman (1997). Beaves (1988, 1993) је развио уопштену формулу чисте садашње вриједности у којој експлицира стопе реинвестирања и просјечну стопу приноса. Модификовану чисту садашњу вриједност као посебну технику буџетирања капитала, истичу McClure и Girma (2004).

## 1. Алгоритам чисте садашње вриједности

Стандардни алгоритам чисте садашње вриједности школски се уобичајено записује уз претпоставку да је инвестициони трошак, дакле иницијално инвестицијско улагања једнократних новчаних издатака у садашњости. Исто тако, уобичајено се занемарују новчани учинци резидуалне вриједности. На тај се начин алгоритам стандардне чисте садашње вриједности може записати као:

$$S_0 = \sum_{t=1}^T \frac{V_t}{(1+k_A)^t} - I_0 \quad (1)$$

Гдје  $S_0$  означава чисту садашњу вриједност,  $V_t$  чисте новчане токове од инвестиције по годинама ефектуирања  $t$ ,  $I_0$  једнократне инвестицијске трошкове у садашњости,  $k_A$  трошак капитала, а  $T$  вијек ефектуирања пројекта.

Како би се истакнула имплицитна претпоставка реинвестирања примљених новчаних токова пројекта уз стопу приноса која одговара трошку капитала у методи чисте садашње вриједности, алгоритам из формуле (1) може се записати на следећи начин:

$$S_0 = \sum_{t=1}^T \frac{V_t (1+k_A)^{T-t}}{(1+k_A)^T} - I_0 \quad (2)$$

Формула (2) јасно показује реинвестирање новчаних токова примљених од инвестицијског пројекта уз трошак капитала, дакле уз претпостављену стопу приноса реинвестираних новчаних токова која је управо једнака трошку капитала. Ова претпоставка је блиска стварности јер је трошак капитала минимална стопа приноса коју треба зарадити да би се задржала постојећа вриједност акција на тржишту, уз претпоставку ефикасног тржишта и чињеницу.

Управо алгоритам чисте садашње вриједности записан формулом (2) лако је модификовати како би се дошло до алгоритма модификоване чисте садашње вриједности ( ${}_M S_0$ ). У ту сврху је потребно замијенити трошак капитала као стопу реинвестирања примљених новчаних токова у формули (2) са стопом профитабилности реинвестирања ( $k_R$ ), односно:

$${}_M S_0 = \sum_{t=1}^T \frac{V_t (1+k_R)^{T-t}}{(1+k_A)^T} - I_0 \quad (3)$$

Представљени алгоритам модификоване чисте садашње вриједности могуће је прилагодити за постојање виšekратних инвестиционих трошкова у периоду инвестирања ( $N$ ). У том смислу треба израчунати садашњу вриједност виšekратних инвестиционих трошкова ( $\Sigma I_0$ ) на начин да се њихови износи кроз вријеме настајања дисконтују уз трошак капитала, јер је то стопа по којој одређено акционарско друштво финансира своје инвестиционе пројекте. На тај начин се добија следећи образац:

$$\Sigma I_0 = \sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+k_A)^t} \quad (4)$$

## 2. Профитабилност реинвестирања

Међуовисност инвестирања и финансирања, између осталих, наглашавају Myers (1974) и Luehrman (1997). У том контексту одређују прилагођену чисту садашњу вриједност као збир чисте садашње вриједности за главницу и садашње вриједности учинака финансирања. Насупрот томе, стандардни поступци буџетирања капитала ову међузависност уграђују у концепт трошка капитала. Трошак капитала представљен је просјечним пондерисаним трошком капитала који је састављен од компоненти структуре капитала (постојећа и новоемитована главница, те постојећи и новоемитовани дугови) којим упошљава друштво, пондерисан са удјелима тих компоненти у тржишној вриједности циљане структуре капитала друштва (Orsag i Dedi, 2011). Како је циљана структура капитала одређена према оптималној структури капитала, логично је да ће се преузеће финансирати структуром капитала која има најнижи просјечни пондерисан трошак капитала.

### 2.1. Маргинална анализа

Инвестициони хоризонт предузећа представљен је инвестиционим пројектима различите профитабилности. Предузеће ће их прихватати према критерију падајуће профитабилности, што илуструју ступци приказани на Слици 2. При томе, профитабилност тих пројеката мора бити виша од трошка капитала. У смислу маргиналне анализе, маргинални принос инвестиција предузећа је падајућа функција величине предузетих инвестиција, како је приказано на Слици 1.

Међузависност инвестирања и финансирања указује на чињеницу да повећани ниво инвестирања тражи и одговарајуће финансирање. Тако се одређене инвестиције могу финансирати постојећом структуром капитала, задржавањем зарада, и новцем ослобођеним кроз механизам амортизације фиксне имовине. Ако предузеће жели више инвестирати, мора прибавити додатни екстерни капитал који ће бити оптерећен трошковима његове емисије тако да ће изазвати повећање просјечног пондерисаног трошка капитала. То, пак значи да просјечни пондерисани трошак капитала расте с повећањем нивоа инвестиција напосто зато што је предузеће присиљено користити све неповољније изворе финансирања. У смислу маргиналне анализе, маргинални трошак капитала је растућа функција величине предузетих инвестиција, како је приказано на Слици 1.

**Слика 1.***Маргинална анализа*

Извор: Аутор

На Слици 1. приказани су маргинални трошак капитала и маргинални принос инвестиција као функције обима намјерованих инвестиција предузећа. Све док је маргинални принос виши од маргиналног трошка, исплати се додатно инвестирање јер повећава богатство власника позитивном чистом садашњом вриједности. Додатно инвестирање није исплативо у условима у којима је маргинални принос нижи од маргиналног трошка капитала, тако да је тачка у којој се сјеку кривуље маргиналног приноса и маргиналног трошка капитала уједно и граница профитабилног инвестицијског хоризонта предузећа. Ова је тачка уједно и тачка оптималног нивоа инвестиција предузећа.

Ријеч је о оптималном нивоу инвестиција јер све док се не изједначе маргинални трошак капитала и маргинални принос инвестиције, свака додатна јединица инвестирања повећава вриједност обичних акција друштва. Непредузимати додатне инвестиције, значи занемарити могућности повећања богатства акционара. Инвестирање изнад границе инвестирања нема смисла јер умањује вриједност обичних акција предузећа. То значи да се уз онај ниво инвестиција уз коју се изједначавају маргинални принос инвестиција и маргинални трошак капитала, највише повећава вриједност обичних акција друштва.

Јавна акционарска друштва могу прибављати капитал преко финансијских тржишта. Уз претпоставку да је тржиште донекле ефикасно, прибављање капитала није ограничено ничим другим него расположивим инвестицијским опортунитетима. То, пак значи да јавна акционарска друштва могу прибављати потребан капитал све док имају расположиве инвестиције. Због тога ће се свако рационално управљање таквим акционарским

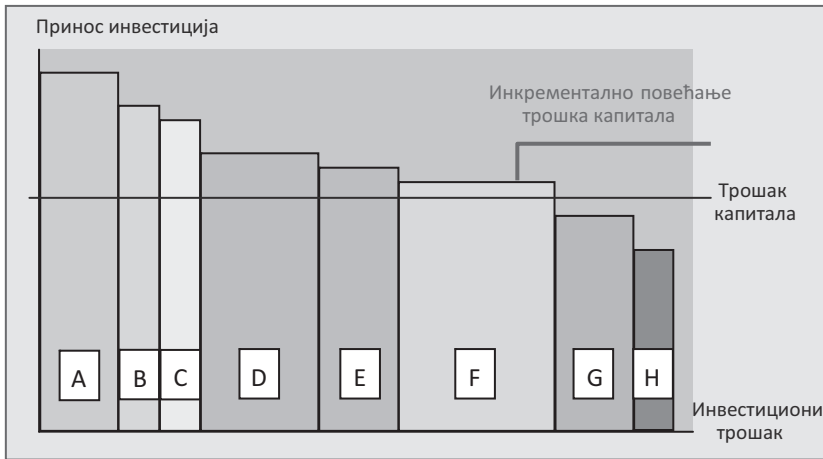
друштвом поставити тако да се оно увијек налази на оптималном нивоу инвестиција, јер се тада остварује највеће богатство власника тог друштва. Уз претпоставку да су финансијска тржишта увелико ефикасна, ова претпоставка вриједи за било које друштво, односно за било који организацијски облик предузећа.

Предузеће се на ефикасном финансијском тржишту увијек налази у ситуацији оптималног нивоа инвестирања. У тим условима изједначен је маргинални принос инвестиција и маргинални трошак капитала. То, пак значи да се било који раније примљени новац из предузетих инвестиција може поново реинвестирати искључиво уз профитабилност која одговара трошку капитала. То, такође, значи да је за анализу инвестиција довољно користити искључиво једну стопу којом ће се дисконтовати новчани токови намјераваних инвестиција, јер се они ионако могу реинвестирати искључиво по тој стопи профитабилности. На тај начин се квантификација дугорочних инвестиционих одлука акционарског друштва може обавити привидно изоловано од међузависности са финансирањем тих инвестиција, кориштењем дисконтне стопе која одговара трошку капитала акционарског друштва.

## 2.2. Услови стварног свијета

Чињеница је да са повећањем нивоа капитала потребног за финансирање инвестиција расте трошак капитала друштва. Међутим, тај пораст се остварује по појединим инкрементима, а не за свако маргинално, односно бесконачно мало повећање капитала. Разлог томе је што се капитал не може повећавати маргиналним износима, а инвеститори неће бити осјетљиви на сваку, маргиналну промјену нивоа капитала друштва. Тако се може говорити о инкременталном трошку капитала. Према томе, инкрементални трошак капитала је пондерисани просјечни трошак капитала за одређене слојеве (инкременте) повећања структуре капитала акционарског друштва.

Концепт инкременталног трошка капитала одређен је растућом функцијом према повећању нивоа потребног капитала јер акционарског друштво најприје прибјегава најјефтинијим облицима финансирања. Они чине један ниво буџета капитала предузећа. Свако додатно финансирање обавља се уз више трошкове капитала, тако да додатни буџети капитала имају све виши трошак капитала. Исто тако, профитабилност буџета капитала не смањује се континуирано. Наиме, инвестиције акционарског друштва, по правилу, изискују знатнија средства тако да ће се и опадање профитабилности буџета одвијати по инкрементима, дефинисаним инвестиционим трошковима пројеката, па је падајућа профитабилност буџета капитала одговарајуће представљена ступцима на Слици 2.

**Слика 2.***Инкрементална анализа*

Извор: Аутор

За разлику од концепта маргиналног трошка капитала развијеног за теоријске потребе, концепт инкременталног трошка капитала прилагођен је условима стварног свијета. Слика 2. показује како с повећањем буџета капитала на ниво инвестиција, које би омогућило финансирање пројекта F, долази до инкременталног повећања трошка капитала друштва. На тај начин пројекат F постаје неефикасан, без обзира што задовољава трошак капитала прије његовог инкременталног повећања, изазваног потребном новом емисијом капитала. При томе инкрементално повећање трошка капитала је услиједило након половине вриједности инвестиционих трошкова додатне инвестиције F, па сама оптимализација инвестиција изазива додатне проблеме у односу на маргиналну анализу. У том смислу, у инвестиционо одлучивање могуће је укључити математичке моделе програмирања да би се изабрала она комбинација инвестиција акционарског друштва која ће максимизирати чисту садашњу вриједност буџета капитала, у случају да његово повећање није опортуно у погледу расположивих инвестиција. Само посматрањем чисте садашње вриједности цјелокупног буџета капитала резултираће правилним избором одређеног броја инвестиција, које ће, у највећој мјери, повећати богатство власника акционарског друштва.

Маргинална анализа је предмет теоријских спекулација. У условима стварног свијета, она се претвара у инкременталну анализу. Инкрементална анализа захтијева одређивање нивоа буџета капитала зависно од инкременталних повећања трошка капитала. Будући да су инвестициона улагања у условима стварног свијета такође представљена са инкрементима додатних инвестиционих трошкова, тешко је очекивати да ће се вриједност



инвестиција савршено уклопити у одређени буџет капитала. Због тога је и логично претпоставити постојања одређеног “остатка” инвестиционих трошкова према одређеном нивоу буџета капитала.

И у условима инкременталне анализе може се разматрати опортуност инвестиција независно од потреба финансирања. Наиме, и у тим ће условима акционарска друштва настојати пословати на оптималном нивоу инвестиција. Она неће бити оптимална у смислу савршеног изједначавања маргиналног трошка капитала и маргиналне профитабилности инвестиција, али ће акционарска друштва и даље настојати, што је могуће више, приближити се оптимуму. То значи да се и у условим стварног свијета у процесу буџетирања капитала може користити једна једина стопа, трошак капитала.

### **2.3. Провоцирање претпоставке реинвестирања по стопи трошка капитала**

Маргинална анализа понашања трошка капитала и профитабилности инвестиција и њено прилагођавање условима стварног свијета кроз инкременталну анализу, снажни су аргументи у корист чисте садашње вриједности инвестиционих пројеката. То поготово вриједи за велика, зрела јавна акционарска друштва, уврштена на прву берзанску котацију, којима стоји на располагању највећи број финансијских избора за финансирање инвестиционих пројеката, тако да се увијек могу налазити на инвестиционом оптимуму представљеном одређеним инкрементом у којем се изједначавају инкрементални трошак капитала и инкрементална профитабилност инвестиција.

Мала и средња предузећа свакако представљају објекте провоцирања хипотезе реинвестирања по трошку капитала. Наиме, таква предузећа имају ограничене финансијске изборе (Orsag, 2013) и углавном хронични недостатак новца и ликвидности. У том смислу је немогуће очекивати њихов приступ финансијским тржиштима у мјери у којој би могла достићи оптималан ниво инвестиција. Ако се таква предузећа налазе испод оптималног нивоа инвестирања, њихова би маргинална (инкрементална) стопа профитабилности инвестиција требала бити виша од маргиналног трошка капитала. Стога се може поставити питање потцјењености израчунате чисте садашње вриједности инвестиционих пројеката предузећа које би требало моћи реинвестирати уз вишу стопу профитабилности од трошка капитала. Међутим, код малих предузећа јављају се други проблеми финансијског менаџмента који истичу проблеме ликвидности и непредвидивости новчаних токова, па тако и стопе профитабилности реинвестирања, због чега се буџетирање за мала и средња предузећа усмјерава на питања утемељења

трошка капитала, те алтернативне употребе трошка главнице и одлучивања на темељу резидуалног новчаног тока, или опортуности кориштења дисконтираног раздобља поврата за оцјену инвестиционих пројеката (Orsag i Dedi 2011, Petty at all 1993).

Слична расправа може се водити и за брзорастућа, млада јавна акционарска друштва, посебно у атрактивним и брзорастућим индустријским гранама. Такве индустријске гране често су у ситуацију да биљеже тзв. супернормални раст. То се односи и на брзорастућа јавна акционарска друштва у другим дјелатностима која су остварила одређене предности, а које им, такође, осигуравају супериорни раст према конкуренцији. Наравно да је такав супериорни раст немогуће задржати кроз дуго временско раздобље, управо због дјеловања конкуренције која ће настојати освојити уочене предности, или ући у атрактивне, брзорастуће дјелатности, чиме ће смањити успјешност таквих предузећа и способност одржавања супериорног раста. Међутим, кроз раздобље у којем предузећа остварују супериорни раст, могуће је провоцирати хипотезу реинвестирања по стопи профитабилности која одговара просјечном пондерисаном трошку капитала, а тиме и потцјењености стандардно израчунате чисте садашње вриједности инвестиционих пројеката таквих предузећа.

Пословне комбинације, дакле различита стицања и спајања, те други облици преузимања, као и реструктурисања предузећа, такође представљају подручје на којем је могуће провоцирати хипотезу реинвестирања по трошку капитала. Наиме, једна од могућности постизања синергијског учинка код спајања и припајања (аквизиције и фузије) предузећа је кроз повећање постаквизицијске стопе раста према просјечној пондерисаној предаквизицијској стопи раста (Orsag i Gulin, 1997). У таквим околностима традиционална чиста садашња вриједност потцијенила би вриједност пословне комбинације, јер не би укључила учинке реинвестирања примљених новчаних токова по новоутемељеној стопи раста. Због тога се модификована чиста садашња вриједност намеће као корисни алат вредновања различитих пословних комбинација. (Orsag & McClur, 2013)

### **3. Ризику прилагођена дисконтна стопа**

Хипотеза реинвестирања по трошку капитала, уграђена у концепт традиционалне чисте садашње вриједности може се провоцирати и у условима када предузећа разматрају инвестиционе пројекте који мијењају релевантну ризичност предузећа и његових обичних акција. Питање стопе реинвестирања овдје се намеће без обзира о каквом је акционарском друштву ријеч, тако да се може појавити и код великих, зрелих јавних акционарских

друштва. Наиме, када се разматра пројекат чије прихватање мијења релевантну ризичност предузећа, значи да тај инвестициони пројекат има бета коефицијент различит од бета коефицијента друштва које разматра могућности његова прихватања (Orsag i Dedi, 2011). Ради илустрације претпоставимо да пројекат има већу бету ( $\beta_P$ ) од бете предузећа, а без пројекта ( $\beta_B$ ):

$$\Delta\beta = \beta_P - \beta_B \quad (5)$$

То значи да ће се бета предузећа са пројектом ( $\beta_S$ ) повећати прихватањем пројекта, тако да ће се и постојеће активности предузећа оцјењивати уз виши трошак капитала. Због тога треба утврдити чисту садашњу вриједност таквог пројекта, уз дисконтну стопу прилагођену ризику. Дакле, уз трошак капитала прилагођен ризику. За наш промјер ријеч је о дисконтној стопи која мора садржавати одређену премију ризика у односу на трошак капитала, јер прихватање пројекта повећава релевантну ризичност предузећа, а тиме и трошак капитала предузећа са пројектом. Због тога премија ризика мора бити таква да анализирани инвестициони пројекат покрије тај повећани захтјев за приносом, али и губитак вриједности који ће предузећа претрпјети на постојећим активностима које се сада финансирају уз скупљи капитал, дакле, уз виши просјечни пондерисани трошак капитала.

Постојеће активности и намјеравани инвестициони пројекат могу се посматрати као скуп одређене имовине, тако да се за анализу њихове вриједности може примјенити теорија портфолија. Према теорији портфолија (Orsag, 2011), бета портфолија увијек је линеарна функција вриједносног учешћа. Вриједност предузећа са пројектом биће збир вриједности имовине ангажоване у постојећим активностима и имовине ангажоване у намјераваном инвестиционом пројекту. Ако се вриједносни удјел имовине у постојећим активностима означи са  $w$ , онда је вриједносни удјел пројекта  $1 - w$ . То значи да је нова бета

$$\beta_S = w\beta_B + (1-w)(\beta_B + \Delta\beta) \equiv \beta_B + (1-w)\Delta\beta \quad (6)$$

Ако се логично претпостави да предузећа уз прихватање пројекта неће мијењати своју циљану структуру капитала, онда ће трошак дуга након пореза бити исти са пројектом и без њега. То значи да ће трошак дуга након пореза учествовати са истим удјелима у укупном трошку капитала преузећа са пројектом и без њега. Како нова бета зависи од вриједносних удјела постојећих активности и пројекта, није потребно рачунати нови трошак капитала и трошак капитала који би требало користити као ризику прилагођену дисконтну стопу, јер то нужно мора бити укупни трошак капитала пројекта, дакле:

$${}_P k_A = w_G [k_F + \beta_B (k_M - k_F)] + w_D k_D \quad (7)$$

Гдје су  $k_A$  трошак капитала пројекта,  $k_D$  трошак дуга након пореза,  $k_F$  неризична каматна стопа,  $k_M$  принос на тржишни индекс,  $w_G$  удјел главнице у укупној структури капитала, а  $w_D$  удјел дугова у укупној структури капитала.

Овако утврђена дисконтна стопа прилагођена ризику вреднује инвестициони пројект уз претпоставку реинвестирања по трошку капитала који одговара релевантном ризику пројекта – по дисконтној стопи прилагођеној ризику. То значи да прихватање таквог инвестиционог пројекта претпоставља промјену стопе реинвестирања према оној коју је предузеће имало без пројекта. То ће се остварити само у случају да разматрани пројекат осигурава примљеним новчаним токовима реинвестирања по вишој стопи од новчаних токова примљених од осталих активности предузећа, које ће се и даље реинвестирати у послове који имају профитабилност у висини трошка капитала предузећа без пројекта. Наравно, промјена стопе реинвестирања може се остварити и на начин да се сви новчани токови које ствара предузеће реинвестирају у дјелатности које имају профитабилност а која одговара трошку капитала преузећа са пројектном, дакле новоформираном трошку капитала предузећа.

Очито је да се за примјену дисконте стопе прилагођене ризику којом ће се оцјењивати прихватање инвестиционих пројеката који мијењају релевантну, односно систематску ризичност предузећа које намјерава прихватити такве пројекте, конвенционалном чистом садашњом вриједношћу потребно је задовољење више претпоставки које се односе на изједначавање стопе реинвестирања са дисконтном стопом прилагођеном ризику. Због тога и не зачуђује да McClur и Girma (2004) претпостављају да се код таквих пројеката могу појавити разлике између трошка капитала прилагођеног ризику, а за рјешавање таквих ситуацију предлажу употребу модификоване чисте садашње вриједности.

Ако се стопе финансирања инвестиција и профитабилности реинвестирања не поклапања стандардном техником чисте садашње вриједности потцијенили ће се или прецијенили контрибуција вриједности инвестиционог пројекта повећању богатства дионичара друштва. На примјер, ако предузеће које разматра инвестициони пројекат који ће повећати његову релевантну ризичност у случају прихватања, не може осигурати инвестиције којима би се омогућила профитабилност у висини новоформираног трошка капитала примјеном чисте садашње вриједности, прецијениће додатну вриједност коју даје анализирани пројекат дугорочној вриједности обичних акција друштва. Насупрот томе, ако предузећа након прихватања пројекта веће релевантне ризичности осигура реинвестирање по стопи профитабилности вишој од новоформираног трошка капитала, потције-

ниће се додана вриједност коју ствара инвестициони пројект. Примјеном модификоване чисте садашње вриједности, добиће се релевантнија оцјена ефикасности анализираниог пројекта.

#### 4. Закључак

Иако је идеја кориштења модификоване чисте садашње вриједности већ дуже присутна у академској заједници, ипак јој се не придаје значај који стварно заслужује. Због тога су и критике методе чисте садашње вриједности ријетке, за разлику од критика методе интерне стопе приноса (профитабилности или рентабилности) које су резултирале са релативно широком расправом о модификованој интерној стопи приноса и њеном промјеном у пракси.

Сам алгоритам чисте садашње вриједности имплицитно асоцира на претпоставку реинвестирања раније примљених новчаних токова од инвестиционог пројекта по стопи приноса који одговара трошку капитала. То је посебно изражено ако се тај алгоритам прилагоди на начин да се сви раније примљени чисти новчани токови реинвестирају уз трошак капитала и онда сведу на садашњу вриједност уз трошак капитала. Тако прилагођени алгоритам чисте садашње вриједности једноставно се може прилагодити алгоритму модификоване чисте садашње вриједности. Поређењем прилагођеног алгоритма чисте садашње вриједности и алгоритма модификоване чисте садашње вриједности упућује на могуће проблеме употребе чисте садашње вриједности у случајевима када се могу разликовати стопе реинвестирања и финансирања.

Маргинална или инкрементална анализа очекиваног приноса инвестиција и трошка капитала према очекиваном волумену инвестирања у реалне инвестиционе пројекте предузећа дају снажну подршку кориштењу чисте садашње вриједности у условима када се предузећа налази на оптималном нивоу инвестирања. То првенствено вриједи за велика, зрела јавна акционарска друштва, уврштена на прву берзанску котацију, а која имају широке финансијске изборе. Међутим, чак и код таквих друштава, могућа је ситуација разликовања стопе финансирања и стопе реинвестирања у условима када се разматрају инвестициони пројекти који битно мијењају релевантну, односно систематску ризичност акционарског друштва које разматра могућности њихова прихватања.

## Литература

- Beaves, G. (1988). *Net Present Value and Rate of Return*. Implicit and Explicit Reinvestment Assumption. The Engineering Economist.
- Beaves, G. (1993). *The case for a Generalized Net Present Value Formula*. The Engineering Economist.
- Brigham, F. E. & Gapenski C. L. (1997). *Financial Management: Theory and Practice*. 8. edit. New York: The Dryden Press.
- Biedleman, R. C. (1984). *Discounted Cash Flow Reinvestment Rate Assumption*. Engineering Economist.
- Damodaran, A. (1997). *Corporate Finance: Theory and Practice*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Dedi, L. (2006). *Istraživanje opcija kao mogućnosti unapređenja financijske analize*. Neobjavljena doktorska disertacija. Zagreb.
- Dedi, L. & Orsag, S. (2007). Capital Budgeting Practice: A Survey of Croatian Firms. *South East European Journal of Economics and Business*, Sarajevo,
- Lin, S. A. S. (1976). *The Modified Internal Rate of Return and Investment Criterion*. Engineering Economist.
- McClure, K. G. & Girma, P. B. (2004). *Modified net present value (MNPV)*, A New Technique for Capital Budgeting. *International Review of Economics and Business*, (7), 2004.
- Orsag, S. (2011). *Vrijednosni papiri, investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo: Revicon.
- Орсaг, С. (2013). Финанцирање њромјена. У Зборнику са осмој међународној симпозијума о корпоративном ујрављању: Корпоративно ујрављање, Мојтор или оловне ноје развоја. Бања Врућица: ФИНРАР.
- Orsag, S. i Gulini, D. (1997). *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.
- Orsag, S. i Dedi, L. (2004). Nova paradigma i budžetiranje kapitala. U *Zborniku radova sa sedmog međunarodnog simpozija*. Neum: Udruženje – Udruga računovođa i revizora Federacije Bosne i Hercegovine.
- Orsag, S. & Dedi, L. (2007). Capital Budgeting Practices in Croatian Bank. U *AIESA – participation on building of society based on knowledge, the 11. International Scientific Conference*. Bratislava: Faculty of Economics Informatics, University of Economic.
- Orsag, S. i Dedi, L. (2011). *Budžetiranje kapitala*. Procjena investicijskih projekata. Zagreb: Masmedia, 2011.
- Orsag, S. & McClure, K. G. (2013). Modified net present Value as a useful tool for synergy valuation in business combination. *UTMS Journal of Economics*, (4). 2.
- William, P. J., Keown, A. J., David, F. S. & John, D. M. (1993). *Basic Financial Management*. 6 edit. Prentice-Hall International.
- Relić, B. (1984). *Ocjena investicijskih projekata u osnovnoj organizaciji udruženog rada primjenom kvantitativnih metoda*. Neobjavljena doktorska disertacija. Zagreb: Ekonomski fakultet.
- Shull, D. M. & Beaves, R. G. (1992). Efficient capital project selection through a yield-based capital budgeting technique. *The Engineering Economist*.

Анђелко С. Лојџур<sup>1</sup>

## Да ли и како је могућ оправак привреде у условима глобализације

### Whether and how it is possible the recovery of the economy in conditions of globalization?

#### Резиме

Прелаз од социјалистичкој ка тржишном облику привређивања, као саставном дијелу свеобухватних политичких и идеолошких промјена у Источној Европи, још увијек се показује као болан и неодвршен процес. С друге стране, према визији европске социјалне тржишне економије за 21. вијек, економија ЕУ треба да буде: интелигентна, одржива и интегративна. Такође, у сарађивањим документима се истиче да постоји широки консензус да се ради на имплементацији ова три приоритета до 2020. године, при чему они подстичу један другог, те да се при њиховом спровођењу у пракси морају уважити специфичности сваке државе чланице. Нема двојбе да се овдје истовремено ради и о реформама које се као задаци намећу пред земље које желе да се придруже ЕУ.

У овом раду аутори имају за циљ да поређењем, прије свега, конкурентности као сводног показатеља укупног квалитета једне националне економије, земаља Југоисточне Европе и групе водећих тржишне економије које у том погледу заузимају лидерске позиције, укажу на попреку уважавања принципа “нове економије” и развоја власитих иновационе стратегије.

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Подгорици, andjelko@ac.me

**Кључне ријечи:** конкурентносни, економија знања, конкуренција, знање, транзиција.

## Summary

*The transition from a socialist to a market economic activities as an integral part of the overall political and ideological changes in Eastern Europe, still proves to be a painful and incomplete process. On the other hand, according to the vision of Europe's social market economy for the 21st century, the economy of the EU should be: intelligent, sustainable and integrative. Also, the strategy document says that there is a broad consensus that this is the implementation of the three priorities of the 2020th year, where they encourage one another, and that when their implementation in practice must take into account the specificities of each Member State. There is no doubt that this also works well as reforms as tasks imposed for countries wishing to join the EU.*

*In this paper, the authors aim at comparing primarily as highlight competitiveness indicators of the overall quality of a nation's economy, the countries of South-east Europe and the group's leading market economies in this respect occupying leadership positions indicate the need to respect the principles of the "new economy" and the development of their own innovation strategy.*

**Key words:** competitiveness, knowledge economy, competition; knowledge, transition.

## 1. Стратегија “Европа 2020” - земље у транзицији у потрази за растом

*Знање се йонаша као  
љубав, шйю йа више  
дијелиш, више йа имаш.*

Нешто што је доскора већини економских стручњака и, вјероватно, политичарима у цјелини, изгледало непојмљиво, или највише што се могло очекивати на нивоу тзв. статистичке грешке, постало је реалност која се више не смије игнорисати, а иста се састоји у сљедећем: држава може да банкротира, с тим да од тога нису поштеђене ни чланице Европске уније. Мада је Аргентина годинама цитирана као изузетак, када су 2008. године експлодирале јавне финансије Исланда, затим Грчке 2009.године, када се ништа мање сумње везује за Шпанију, Португал, Италију и сл., исто се потврдило као правило. Једноставније казано: данас је постало јефтиније оси-



гурати се против ризика банкрота неких великих компанија, него што је то случај са ризиком од банкрота неких од водећих економија свијета.

Анализа стратешких развојних остварења Европске уније предвиђених Лисабонском агендом крајем прошле декаде, открила је да је финансијска криза у периоду 2008-2010. годинае већим дијелом поништила успјехе на плану економског раста и запослености постигнуте 90-их година прошлог стољећа. При томе је посебно указано на њене евидентне структурне слабости као што су: спорији економски раст у поређењу са њеним главним трговинским партнерима, ниска стопа запослености са тенденцијом даљег погоршања, старење становништва и сл. У том смислу, иновациона стратегија Европске уније “*Europe 2020*” и њој сличне стратегије актуелне у САД, Кини и другим земљама у развоју, представљају одговор на текућу глобалну економску кризу, а њихов основни циљ је да се превазиђу евидентне структурне слабости.

С друге стране, глобални изазови са којима је суочена ЕУ остали су исти, с тим што су добили на снази и комплексности, и то: економско јачање земаља у успону у континуитету, реорганизација финансија на глобалном нивоу, климатске промјене и ограниченост ресурса. Поменуте тенденције, саопштене у форми развојних докумената ЕУ какав је нпр. “Стратегија 2020”, имају посебну тежину у земљама које су већ “ушле” у ЕУ, али се неријетко третирају као “сиромашни рођаци”. С тога ова питања посебно добивају на значају када су у питању земље у транзицији које су близу “уласка” у Европску унију и тај процес, подједнако, буди наде, али собом носи и не мале страхове.

Већ споменута стратегија “Европа 2020”, гдје је, прије свега, ријеч о економском програму којим се тежи интензивнијој координацији националних економија донесена је и треба да се имплементира у условима када је превазилажење финансијске кризе, поред низа институционалних ограничења и проблема, још увијек горуће питање: подједнако Уније као цјелине и скоро већине њених држава. Истовремено и не само под притиском “вјетрова” рецесије, свјетска привреда се налази у фази дубоких структурних промјена. Практично, ријеч је о раскрсници између “два” обрасца економије, до сада доминантне “*масовне економије*” која је почивала на масовној производњи и коришћењу енергената, с једне, и тзв. “*економије знања*”, с друге стране. Дакле ријеч је о “новом” пословном моделу који и даље користи исте факторе, али у значајно мањем обиму, с тим што се тежиште помјера ка фактору знање. Узето као закономјерност, споменуто не важи само за земље у транзицији које “циљају” ЕУ, него и за њене чланице ЕУ које настоје да премисе новог пословног модела ставе у функцију изградње државе благостања. У том смислу, у ЕУ, највећој и најуспјешнијој регионалној

интеграцији на свијету, сматрају да су суочени са четири кључна социјално-економска изазова, међусобно условљена: а) глобализација и појављивање новоиндустријализованих и високо конкурентских земаља на глобалном нивоу; б) демографија у виду све старије популације и миграциони токови; ц) брзе промјене на тржишту радне снаге и д) технолошки вођена информатичка комуникациона револуција (ИКТ).

Објективно, када су у питању земље које су започеле или су близу да започну преговоре о придруживању ЕУ, као кључно поставља се питање: Како побједити страхове и што потпуније ефектуирати евидентну снагу привлачности ЕУ? И не само то, јер широк дијапазон различитости у погледу оствареног прогреса након више од двије декаде транзиције у читавом региону, наводи нас да себи поставимо још нека од сљедећих питања: 1) Због чега је раст у неким транзиционим земљама у једном дужем периоду био бољи него у другима и да ли се то може оправдати повољнијим условима који су владали у почетној фази транзиције? 2) Да ли транзиционе економије имају неке заједничке карактеристике које би се могле наметнути као корисне поуке другима у процесу приближавања ЕУ? 3) У којим аспектима треба модификовати “политичке” савјете који долазе споља, који се, при томе, неријетко намећу земљама у транзицији? 4) Због чега је раст у неким транзиционим земљама временом све бољи него у неким другим привредама (нпр. послје почетног узлета Словеније, данас предњаче балтичке земље)?

Одговор на претходна, и бројна друга отворена питања, није нимало лак, и када су у питању земље у транзицији, оне морају прихватити спознају да се парадигматски концепт раста и развоја, или гледано у цјелини напретка из 21. вијека промијенио у односу на онај из 90-их година прошлог вијека, при чему су привредни и свеукупни друштвени односи потпуно отворени, што значи глобални и тешко предвидиви.

Исто тако, цјелокупна друштвено-економска стварност која се формира под све већим утицајем ИКТ на све сегменте људског живота најчешће се униформише и именује као “информатичко друштво”, а економски подсистем који се развија под наведеним утицајима као “*економија знања*”. У таквој, данас преовлађујућој, све више отвореној и интегрисаној свјетској економији, проблем конкурентности несумњиво заузима централно мјесто. Наиме, показало се да све интензивнија конкуренција у условима свеprisутне глобализације пријети опстанку, подједнако како предузећима која нису у стању да се трансформишу, да буду иновативна, продуктивна и способна да одговоре притисцима из окружења, тако и читавим националним економијама и заједницама (ЕУ, САД, Грчка, Португал, Италија, Шпанија, прије тога Ирска и др.). Тако, нпр. нова стратегија САД везана за иновације има за циљ да поврати вођство САД у основним истраживањима, улага-

њем у људски капитал и стимулисањем брзорастућег предузетништва, као и предузетништва заснованог на иновацијама (Хенке, 2012, стр. 54).

У прилог томе да проблем конкурентности по својој важности има “наднационални” карактер показује однос ЕУ према овом питању, односно доношење тзв. Лисабонске агенде<sup>2</sup>. У почетку су прокламовани циљеви Лисабонске стратегије били побољшање европске конкурентности и продуктивности кроз претходне политичке и економске иницијативе, базиране на раније прихваћеним европским стандардима. Да се ипак радило о “крупном залогату” огледа се у томе што је ЕУ одустала од првобитних планова да циљеве ове стратегије испуни до 2010. године, умјесто чега је усвојен ревидирани програм<sup>3</sup>: “*Europe 2020 Strategy*”. У закључцима Европског савјета се наводи да је “*криза указала на очигледне слабости у областима економских ијишања, нарочито у йојледу буџетској и ширеј макроекономској надзора*”, те са као пет основних циљева наводе:

- **запосленост**: повећати стопу запослености жена и мушкараца старости од 20 до 64 године на 75% кроз различите активности, укључујући веће учешће младих, старијих радника и слабо квалификованих радника, као и боље интегрисање легалних миграната;
- **истраживање и развој**; унаприједити услове за истраживање и развој, посебно имајући у виду циљ повећања заједничког јавног и приватног улагања у овај сектор на 3% БДП;
- **клима и енерегија**; смањити емисију гасова који узрокују ефекат стаклене баште за 20% у односу на ниво забиљежен током 90-их година претходног вијека; повећати удио обновљивих извора енергије у укупној енергетској потрошњи на 20%; повећати енергетску ефикасност за 20%;
- **образовање**; унаприједити квалитет образовања, са посебним нагласком на смањење стопе особа које напуштају школу на мање од 10% и повећање удјела особа старости 30 до 34 године у терцијарном или еквивалентном нивоу образовања на најмање 40%;
- **борба против сиромаштва**; унаприједити друштвену укљученост, посебно кроз смањивање сиромаштва, како би се најмање 20 милиона особа издигло из сиромаштва и искључености.

<sup>2</sup> Усвојена на Европском вијећу у Лисабону 2000. године с циљем да ЕУ “... до 2010. постане најконкурентнија и најдинамичнија привреда свијета заснована на знању, способна за одржив привредни раст с већим бројем и квалитетним радним мјестима, те већом социјалном кохезијом”.

<sup>3</sup> У закључцима Европског савјета наводи се да “...уважајмо стратегију Европа 2020, као нову стратегију којом се подстиче отварање нових радних мјеста и паметан, одржив и инклузиван раст. Стратегија представља оквир Уније са циљем искоришћавања свих инструмената, као и унапређења координаног дјеловања”.

Према већ истицаној визији, као полазни у овом документу заузет је став да економија ЕУ треба да буде: интелигентна, одржива и интегративна, с тим да су као приоритети утврђени:

1. Интелигентни раст; економија заснована на знању и иновацијама.
2. Одрживи раст; економија која ефикасно располаже ресурсима, која је еколошки умјерена и компетитивна.
3. Интегративни раст; економија која има високу стопу запослености и социјалну и територијалну интегрисаност.

Кључно питање које је постављено већ у уводу посљедњег извјештаја Европске банке за обнову и развој<sup>4</sup> не уноси нимало оптимизма, и гласи: “Могу ли земље у транзицији (регион) икада сусједићи животињи стандард већине развијених тржишних привреда?” При томе се, у истом документу, одмах даје и одговор, гдје се закључује да је привредни раст ове групе земаља и даље испод нивоа прије кризе, а многе од земаља су “окренуле леђа” реформама, које би могле да подигну економију држава некадашњег Источног блока. Наведени “шок”, како се даље наводи у извјештају, буди сумњу у способност тих земаља у погледу повратка на “convergence”, што подразумева способност земаља у транзицији да ухвате корак са развијеним земљама када је у питању животни стандард. И док је регион “посутао у транзицији”, посљедњи извјештај показује да овај “vicious circle” стагнације и спорог напретка у транзицији може бити прекинут, при чему се истиче: “... да те земље могу да се врате реформама или да их започну, али прије тога морају да се окрену међународним интеграцијама, домаћем лидерству и ширим друштвеним промјенама”. При томе се као главни разлог застоја у погледу раста ових земаља наводи спорији прилив страног капитала који се био наметнуо као најважнији покретач раста у почетном периоду.

Иначе, када је у питању Лисабонска стратегија и неиспуњена очекивања, кључни дио критике односио се на њено једнострано фокусирање на економски раст, понуду и тржишни либерализам. У том смислу се у њеном ревидираном издању захтијева да социјални и еколошки напредак треба да има исту важност као и економски, тако да се у препорукама за нову стратегију захтијева да се досадашњи циљеви допуне циљевима који се тичу одрживости, запослености и социјалне кохезије. Уједно, када је о приоритетима ријеч, процјењује се да истраживање и развој, образовање, иновативност и “зелене” технологије треба да допринесу трансформацији традиционалних сектора и руралних области. Тако се, нпр. под циљем интелигентног раста настављају напори записани у оквиру Лисабонске агенде, а исти се односе на нужност изградње економије засноване на знању. Као три кључна аспекта овог приоритета наводе се: иновативност, образовање

<sup>4</sup> Извјештај за 2013. годину је насловљен као: “Stuck in Transition” (заглављени у транзицији), што већ само по себи говори о напретку земаља тзв. транзиционог региона.

и дигитално друштво, боље рећи, прокламују се улагања у квалитет образовања, истраживања и иновативности, на начин што знање и иновације преузимају улогу мотора економског раста. Управо, у функцији предметног истраживања, односно претходно постављених приоритета у Табели 1 даје се преглед ранга земаља у транзицији према оствареном напретку у односу на приоритете утврђене “Стратеијом 2020”:

**Табела 1.**

Рані земаља у йтранзицији йрема йприориететима уйврђеним у “Стратеији 2020”

Држава	Интелигентни раст			Интегративни раст		Одрживи раст	
	Окружење предузећа	Дигитална агенда	Иновативна Европа	Образ. и тренинг	Трж. рада и запосленост		Социјална инклузија
Шведска <sup>5</sup>	5,05	6,13	6,12	5,75	4,65	6,40	6,31
Хрватска	3,30	4,72	3,14	4,27	3,55	4,24	4,83
Естонија	4,13	5,94	4,07	5,03	4,66	4,66	4,67
Македонија	3,70	4,17	2,72	3,84	3,98	3,36	3,47
Мађарска	3,61	4,60	3,53	4,51	3,97	4,52	3,70
Литванија	3,53	5,35	3,49	4,81	4,69	3,75	4,59
Црна Гора	3,95	4,74	3,62	4,37	4,67	4,79	4,60
Пољска	3,65	4,44	3,39	4,89	4,01	3,97	4,20
Румунија	3,44	4,08	2,89	4,14	4,00	4,03	3,97
Србија	3,12	4,10	2,79	3,81	3,53	3,85	3,49
Словенија	3,73	4,88	4,08	4,95	4,26	5,19	5,04
Турска	3,90	4,27	3,29	4,01	3,42	4,01	3,32

Извор: WEF. *The Europe 2020 Competitiveness Report: Building a More Competitive Europe, Edition 2012.*

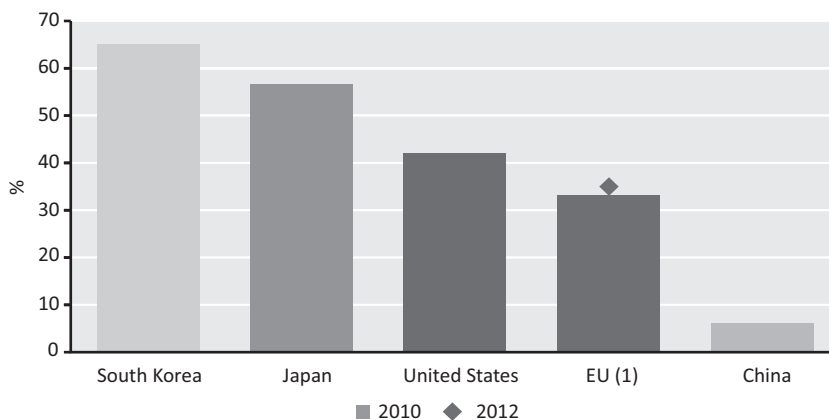
Имајући у виду претходно казано, укључујући и податке из Табеле 1; остаје нам да закључимо да је за успех у глобалној економији нужно прихватање новог начина размишљања, које се када је о конкурентности ријеч, понајприје темељи на креативности, знању и иновацијама. Знање је битан стратешки ресурс 21.вијека, оно се не може само уградити, већ се мора развијати (Драгићевић, 2012). Стога, не чуди што бројна истраживања показују да развијене земље и у условима кризе настављају са повећањем улагања у истраживање и развој и тај јаз између ЕУ и САД, мада још увијек велик, се постепено смањује. Уједно, у прилог томе да међу развијеним земљама нема битнијих разлика када су у питању стратешка развојна одређења, може се видјети на Графику 1, гдје је приказано учешће популације старосне доби између 25 и 34 године у САД, Јапану, Јужној Кореји, Кини и ЕУ у 2010. го-

<sup>5</sup> Шведску смо овдје уврстили ради поређења са земљама у транзицији јер је као чланица ЕУ по наведеним стубовима (7), код четири на првом мјесту као најбоље рангирана (окружење предузећа, иновативна Европа, социјална инклузија, одрживост окружења), једном је рангирана као друга (дигитална агенда), једном трећа (образовање и обука) и једном као једанаеста (тржиште рада).

дини<sup>6</sup>. Са графика је уочљиво заостајање Кине, ЕУ је негде изнад 30%, САД изнад 40%, док значајно предњаче Јапан са изнад 50% и посебно Кореја са учешћем високообразованих у укупно радно способној популацији изнад 60%. Исто тако, у којој мјери развијене земље своју трговинску размјену заснивају на производима више или мање технолошки заснованим или, боље рећи, знањем интензивним, може се видјети на Графику 2, гдје је приказан тренд доприноса знањем интензивних производа и услуга трговинској размјени у ЕУ, САД и Јапану, у периоду 2004-2011. година. Са графика је уочљи-

### График 1.

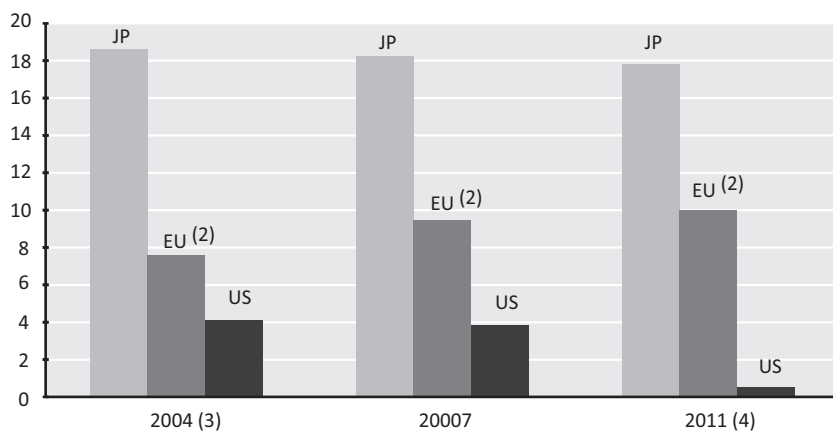
Учеће високообразованих стيارосне доби између 25 и 34 године



Извор: *Innovation Union Competitiveness Report, 2013.*

### График 2.

Допринос на знању заснованих добара и услуга трговинском балансу



Извор: *Innovation Union Competitiveness Report, 2013.*

<sup>6</sup> Подаци за ЕУ расположиви су само за 2012.годину.

во да је у ЕУ у назначеном смислу остварен прогрес и то учешће је порасло са 7,6% у ,2004.години, на 10% у, 2011. години; у Јапану је у истом периоду забиљежен пад са 18,5% на 17,7%, док је у САД евидентан изненађујући пад, и то са 4,1%, у 2004. години на ниво од свега 0,6%, у 2011. години.

Вјероватно вођени истим циљевима, али и спознајом да се “Сйрашјеија 2020” односи на земље чланице ЕУ, ОЕЦД је јокренуо иницијативу израде “Сйрашјеије развоја Јујоисјочне Евроје до краја 2020” (Сйрашјеија ЈЕЕ), чији су циљеви изведени из ове јретјходне. У уводу наведеног документа се констатује: “Сйрашјеија одражава одлучности влада земаља ЈЕЕ да имјле-менширају јолишјку којом ће јодсјаћи држи друшјтвено-економски расји, јободшанање јросјеритјетја својих јрађана, већи број нових радних мјесја и значајнији јрисјиу јржшишју ЕУ”. Стратегија ЈЕЕ треба да омогући остварење следећих генералних циљева<sup>7</sup>:

- Повећање просјечног БДП јер цајишја у земљама ЈЕЕ у односу на просјек ЕУ: са 36,4% (2010) на 44% (2020).
- Повећање укупног трговинског промета роба и услуга: са 94,4 милијарди Еура (2010), на 209,5 милијарди Еура у 2020.
- Смањивање трговинског дефицита у земљама ЈЕЕ: са -15,7% (просјек у периоду 2008-2010) на -12,3% БДП у 2020.
- Креирање милион нових радних мјеста у земљама ЈЕЕ до 2020.

По угледу на чланице ЕУ, Црна Гора је израдила и усвојила документ “Правци развоја Црне Горе 2013-2016.јодине” (ПР), у коме су формулисани стратешки приоритети и усмјерења развоја, као и области политика/потполитика, са конкретним мјерама и јавним инвестицијама, који доприносе економском и друштвеном развоју<sup>8</sup>. Циљ ПР-а јесте да омогући консолидацију средњорочног инвестиционог и развојног плана, чиме ће се покренути реализација развојних приоритета, који би подстакли економски раст у земљи. Реализацијом јавних инвестиција/развојних мјера, допринос ПР-а економским перформансама огледао би се кроз:

1. Повратак на економски раст изнад потенцијалног, тј. реални раст БДП-а од 3-4%.
2. Смањење дефицита јавних финансија и постизање избалансираног буџета до 2016.
3. Смањење учешћа неформалне економије.

<sup>7</sup> Видјети шире: Генерални циљеви СЕЕ 2020; Стратегија развоја ЈЕЕ до краја 2020.

<sup>8</sup> Видјети шире: Правци развоја Црне Горе 2013-2016. Црна Гора, као земља кандидат за чланство у ЕУ, имала је обавезу да утврди властиту визију социо-економског развоја, са појединачним потребним инвестицијама и развојним мјерама за њихову реализацију. С тим у вези, Влада Црне Горе је донијела “Правце развоја Црне Горе 2013 – 2016.”, којим су предложена рјешења за усклађивање циљева секторских и националних стратегија у различитим областима развоја.

У складу са дугорочним потребама црногорске економије и друштва, идентификовано је *шести приоритетна* ПР-а: 1) Наука и образовање; 2) Мала и средња предузећа; 3) Тржиште рада; 4) Просторно планирање; 5) Транспорт 6) Ефикасна држава. У складу са наведеним циљевима и приоритетима, Стратегијом се предлаже *сљедећа* алокација средстава у границама расположивих финансијских могућности Црне Горе, у периоду 2013-2016, Табела 2.

## Табела 2.

*Предложена алокација инвестиција/развијних мјера између три области граваца развоја*

Област прив. раста	%
Паметан раст	25
Одрживи раст	65
Инклузивни раст	10
Укупно	100

Извор: *Правци развоја Црне Горе 2010-2016.*

Има ли се у виду претходно наведено, остаје нам да закључимо да је, прво, ревидирана Лисабонска стратегија,<sup>9</sup> дакле у условима када је већ било јасно да њени циљеви неће бити остварени, затим Стратегија развоја ЈЕЕ у истом периоду и сл. Код креатора развојне политике на регионалном и националном нивоу (примјер Црне Горе) дошло до спознаје о потреби помјерања фокуса пажње управо ка питањима која се у овом раду потенцирају. Захтјев који је у наведеним документима преточен у развојне циљеве и попраћен детаљним акционим плановима, могао би се исказати на *сљедећи* начин: осигурати знање и иновације за раст тако што ће се повећати и побољшати улагања у истраживање и развој, подстакнути иновације, унаприједити и примјенити ИЦТ и одрживо искориштавати ресурсе и слично.

<sup>9</sup> Ових дана је у УН представљен документ под називом “*Уједињене нације у времену одрживој развоја*”, а као циљеви одрживог развоја који би требало да буду усвојени до 2015. године су наведени: окончање екстремног сиромаштва и глади (примања мања од 1,25 долара на дан); одрживи развој унутар планетарних граница; ефикасно образовање за сву дјецу и омладину; једнакост полова, социјална инклузија и поштовање људских права; здравствена заштита за све старосне групе; унапређење пољопривреде и развој руралних средина; трансформација свих градова у социјално инклузивне и еколошки одрживе средине; заштита планете од климатских промјена изазваних људским фактором и омогућавање употребе одрживих енергената; очување екосистема и биодиверзитета, извора воде и других природних богатстава, трансформација управљања у складу са одрживим развојем.



## 2. Проблем избора ваљаног развојног обрасца у земљама у транзицији

Када је ријеч о земљама Југоисточне Европе, несумњиво је да нагласак на економски раст представља кључни приоритет и у том смислу се земље у транзицији нимало не разликују од других привреда. Уједно, када су у питању неразвијене земље, подједнако у економској теорији и пракси су се издиференцирала два основна развојна концепта. Први, према коме се држи развој може постићи максималним коришћењем производних потенцијала којима једна земља располаже као што су: обиље јефтине радне снаге, издашни природни ресурси, могуће одређене монополске позиције и сл. За разлику од тога, према другом концепту, неразвијене земље морају да се окрену примјени (нај)савременијих технологија и научних достигнућа како би се приближиле развијеним земљама. Овај, други концепт се у пракси показао као реалан и дјелотворнији. Као реалан потврдио се, између осталих, у пракси Јапана и групе новоиндустријализованих земаља Источне Азије (тзв. мали азијски тигрови), при чему се њихов брз успон објашњава уважавањем и досљедном примјеном принципа тзв. “нове економије”. У том смислу, а не спорећи важност почетних географских, историјских и других услова у којима су се затекле поједине земље у почетној фази транзиције, све је више разлога да узроке свога заостајање потраже у неразумијевању да је дошло до промјене развојне парадигме.

“У 21. стољећу”, како истиче М. Драгићевић, “треба размишљати и дјеловати на потпуно нов начин, другачије од досадашњега не само на подручју пословања поједине твртке већ и на подручју регије, државе, појединца и свијета” (Драгићевић, 2012, стр. 16). Или, како је то већ поодавно истакао П. Дракер: “*Овај свијет све више јосијаје свијет у коме се више само инјензивно не ради, инјензивно не јироше сировине и енерије, већ свијет у коме се све инјензивније учи и јримењују сјечена знања*” (Дракер, 2000).

Бавећи се сличним проблемом, проф. С. Цветановић каже: “*На јлобалном нивоу се формира нова јпарадијма јривредној расји на основу коришћења знања и иновација као најважнијих јроизводних ресурса. Извори иновација моћу бији различийи: јојединци, корјорације, корисници, зајослени, аујсајдери, јреливања, јојиреде јроцеса*”. Овим се може рећи да је, скоро, неподјељено мишљење да су данас све привреде приморане да своје функционисање заснивају у мањој или већој мјери на генерисању и примјени знања. За разлику од тога досадашњи успјех у земљама у развоју углавном се заснивао на некој комбинацији издашних природних и других домаћих ресурса, владине помоћи, јефтине радне снаге или неке друге наслијеђене предности, које најчешће означавамо компаративним. Међутим, послова-

ње у данашњим условима показује да временом компаративне предности које поједине земље имају нису више довољне за постизање и очување високог стандарда грађана. Уједно, напори да се компаративне предности, које је иначе лако подржавати, претворе у конкурентске не успијевају, што се види и са ранг-листе конкурентности, гдје су многе природним ресурсима богате земље рангиране при самом дну.

У условима глобализације тржишта капитала, робе и услуга, знање се наметнуло као кључни генерички фактор тржишне вриједности успјешних компанија. П. Дракер је међу првима увидио значај који знање може да има у стварању бенефита било за организацију или друштво у цјелини, дакле на макро нивоу, а такву економију назвао је “*економија знања*”. У том смислу као основно обиљежје нове економије Дракер истиче знање и потребу да се у центар збивања поставе знање и образовање, као и њихове импликације на рад, лидерство и друштво у цјелини<sup>10</sup>. Постоји доста сагласности међу ауторима који се баве кључним премисама економије знања, при чему се висок степен сагласности огледа када су у питању главни покретачи те економије (Марковић, 2012, стр. 491), и то:

- a) глобализација која се одлукује отвореном економијом, глобалном хиперконкурентношћу и међузависношћу бизниса и пословања;
- b) знање и интелектуални капитал као кључни стратегијски фактор стицања конкурентске предности;
- c) развој технологије и на том основу електронско повезовање свијета;
- d) промјене – континуиране, рапидне и комплексне.

Надаље, економија знања се од традиционалне разликује и по томе: што не представља економију ријеткости већ изобиља, јер се знање и информације дјељењем не губе, већ добијају на вриједности, утицај локације је минимизиран јер се стварају виртуелна тржишта и виртуелне организације, знање и информације теку тамо гдје су препреке најниже, производи и услуге засновани на знању конкурентнији су (већа додатна вриједност) од оних у којима је мања количина знања, с тим да интелектуални капитал, односно личне компетенције постају кључна компонента у компанијама заснованим на знању и сл. (Радун, 2008, стр. 47). Управо ту се, подједнако као посљедица принуде и све јаче конкуренције на глобалном нивоу “стари свијет бизниса”, који је карактерисало доста предвидиво окружење, једноставна пословна средина и сл., десио прелаз ка новој парадигми, коју означавамо као “*нови свијет бизниса*”, који карактерише висок ниво неизвјесности, комплексна пословна средина и отежано предвиђање будућности.

<sup>10</sup> У својој књизи “*The Knowledge Economy*”, П. Дракер се фокусира на силе које мјењају економију садашњости и креирају друштво будућности.

### 3. Конкурентност у доба глобализације

Глобална економија и нови вид конкуренције обиљежеили су и нова правила игре, што захтијева и другачији приступ анализи конкурентности која се односи на све аспекте стварање нове вриједности и као вишеслојна категорија од подејданке је важности на нивоу појединца, локалне заједнице, компаније или националне државе. Уско повезано са “новим правилима”, показало се да оно што смо називали информатичком револуцијом, а она се стварно и догодила, је у ствари била “револуција знања”. Отуда и фактори за исказивање успјешности добијају на значају. Тако, између осталог, успјешност неке националне економије или њених појединих привредних субјеката у савременом свијету, који карактерише неслућена промјена природе економије, све чешће се исказује агрегатним показатељем дефинисаним као ниво националне конкурентности.

У том смислу, будући да је директно одређена знањем и нивоом иновативности, конкурентност је посматрана на националном нивоу већ одавно постала трајна и једна од најактуелнијих брига која заокупља владе неразвијених и оних привредно најразвијенијих земаља. Најбољи примјер за то су САД, гдје оснивач глобалног покрета за конкурентност проф. М. Портер, са забринутошћу прилази проблему конкурентности на начин да констатује “... да САД не моју озбиљније да се окрену йросйерийейу без јасној разумијевања шйа конкурентносй сйварно значи”! При томе, на питање “Шйа је конкурентносй?”, проф. Портер нуди “нову” дефиницију тако што истиче да компетитивна локација нуди просперитет за обоје, компаније и грађане, у смислу достизања високог нивоа и раста животног стандарда. (Porter, 2012)

Свјетски економски форум (WEF) проучава конкурентност земаља пуне три деценије, а националну конкурентност дефинише као скуп индикатора, институција и фактора који одређују ниво продуктивности једне државе и успостављају одржив текући и средњорочни ниво економског просперитета.<sup>11</sup> Тзв. индекс глобалне конкурентности (GCI) бави се истраживањем и утврђивањем просјека више различитих компоненти, од којих свака одражава један посебан аспект сложене димензије конкурентности. Преглед достигнутог нивоа глобалне конкурентности групе водећих земаља на бази глобалног индекса конкурентности (*Global Competitiveness Index – GCI*), по појединим земљама у периоду 2008 – 2013. даје се у Табели 3.

<sup>11</sup> World Economic Forum, <http://www.gcr.weforum.org/>, *The Global Competitiveness Report*, 2013/2014. Још од 1979. године WEF мјери конкурентност групе земаља, као и њихових компанија на бази индекса глобалне конкурентности (*Global Competitiveness Index – GCI*).

**Табела 3.**

Рані водећих земаља према индексу глобалне конкурентности у последњих пет извештајних периода

Д Р Ж А В А	Ранг 2013-2014.	Ранг 2012-2013.	Ранг 2011-2012.	Ранг 2010-2011.	Ранг 2009-2010.	Ранг 2008-2009.
Швајцарска	1	1	1	1	1	2
Сингапур	2	2	2	3	3	5
Шведска	6	4	3	2	4	4
Финска	3	3	4	7	6	6
САД	5	7	5	4	2	1
Њемачка	4	6	6	5	7	7
Холандија	8	5	7	8	10	8
Данска	15	12	8	9	5	3
Јапан	9	10	9	6	8	9
В. Британија	10	8	10	12	13	12
Хонг Конг	7	9	11	11	11	11
Канада	14	14	12	10	9	10
Тајван	12	13	13	13	12	17

Извор: Global Competitiveness Report; The World Economic Forum; више година.

Ради потпунијег увида у стање у погледу достигнутог нивоа конкурентности у региону, дајемо поређење достигнутог прегледа нивоа глобалне конкурентности једног број земаља у транзицији из окружења за период 2007-2013. - Табела 4.

**Табела 4.**

Рані земаља<sup>12</sup> у окружењу према индексу конкурентности у периоду 2007-2013.

Год.	Албан.	БиХ	Хрват.	Грчка	Мађар.	Макед.	Ц.Гора	Румун.	Србија	Словач.	Словен.
2007.	109	106	57	65	47	94	82	74	91	41	39
2008.	108	107	61	67	62	89	65	68	85	46	42
2009.	96	109	72	71	58	84	62	64	93	47	37
2010.	88	102	77	83	52	79	49	67	96	60	45
2011.	78	100	76	90	48	79	60	77	95	69	57
2012.	89	88	81	96	60	80	72	78	95	71	56
2013.	95	87	75	91	63	73	67	76	101	78	62

Извор: The Global Competitiveness Index 2013-2014; WEF.

<sup>12</sup> Извештајем у 2007. години су обухваћене 131 држава, у 2008. години 134, у 2009. години 133, у 2010. години 139, у 2011. години 141; у 2010. години 144 и у 2013. години 148 држава.

Преглед ранга водећих развијених земаља и водећих земаља у транзицији према тзв. индексу иновативности (*Global Innovation Index Ranking*) даје се у Табели 5.

**Табела 5.**

Водеће развијене и земље у транзицији према ѓлобалном индексу иновативности

Ранг	Развијене земље	Земље у транзицији	Ранг на ѓлобалној листи
1	Швајцарска	Естонија	25
2	Шведска	Чешка	28
3	В.Британија	Словенија	30
4	Холандија	Мађарска	31
5	САД	Латвија	33
6	Финска	Словачка	36
7	Хонг Конг	Хрватска	37
8	Сингапур	Литванија	40
9	Данска	Бугарска	42
10	Ирска	Црна Гора	44

Извор: *Ranking; The top most competitive economies in Europe, 2012.*

На бази података из Табела 3,4 и 5, а у складу са назначеним циљем овог рада, може се закључити следеће:

- Извјештајем за 2013/14. обухваћено је 148 земаља. Према посљедњем Извјештају, показало се да је Швајцарска већ пету годину за редом на првом мјесту (прије тога је била друга), други је Сингапур трећи пут за редом на другом мјесту, а прошле године је био трећи, Шведска је са четвртог пала на шесто мјесто, САД су се са седмог попеле на пето, Њемачка са шестог на четврто мјесто и слично.
- Естонија (32), водећа међу земљама у транзицији, напредовала је за једно мјесто у односу на прошлу годину, затим слиједе Чешка (46), Литванија (48), Латвија (52), Бугарска 57 и сл.;
- Међу земљама из окружења у 2013, најбоље рангирана је Словенија (62), затим Мађарска (63), Црна Гора (67), Хрватска (75), Румунија (76), Србија је на 101 мјесту и сл., с тим да, нпр. треба имати у виду да је Словенија 2007. године заузимала високу 39 позицију, Црна Гора је најбоље била пласирана 2010. године – 49 мјесто и сл.;
- Када је у питању ранг листа иновативности и софистицираности (*Global Competitiveness Index; Report, 2013, p.16*), евидентно је заостајање групе земаља у транзицији: Естонија је прворангирана међу земљама у транзицији, а на ѓлобалној листи је тек 25, Чешка је другопласирана, а на ѓлобалној листи је 28, Црна Гора је 44; Македонија 51; Србија 54; БиХ је на 62 мјесту и сл.

У смислу претходно анализираних су и истраживања која прате условљеност развоја фактором знања и заснованост појединих економија на знању од посебне користи. Водеће земље према најновијој листи тзв. *The Knowledge Economy Index*<sup>13</sup> (KEI) за 2012. годину су редом: Шведска, Финска, Данска, Холандија, Норвешка, Нови Зеланд, Канада, Њемачка, Аустрија, Швајцарска, Ирска, САД, Тајван, Велика Британија, Белгија и сл. У Табели 6 даје се преглед “топ 10” економија по свим “стубовима”, док је Графиком 3 дат приказ међузависности оствареног *GDP per capita* и KEI индекса за групу водећих земаља и једног броја земаља у развоју.

**Табела 6.**

“Топ 10 економија” по сваком од стубова индекса KEI

Ранг	ЕИР	Иновативност	Образовање	ИЦТ
1	Сингапур	Швајцарска	Нови Зеланд	Бахреин
2	Финска	Шведска	Аустралија	Шведска
3	Данска	Финска	Норвешка	Луксембург
4	Шведска	Сингапур	Кореја	В.Британија
5	Хонг Конг	Данска	Грчка	Холандија
6	Швајцарска	САД	Шведска	Финска
7	Канада	Холандија	Исланд	Швајцарска
8	Норвешка	Израел	Тајван	Њемачка
9	Луксембург	Тајван	Ирска	Тајван
10	Аустрија	Канада	Шпанија	Хонг Конг

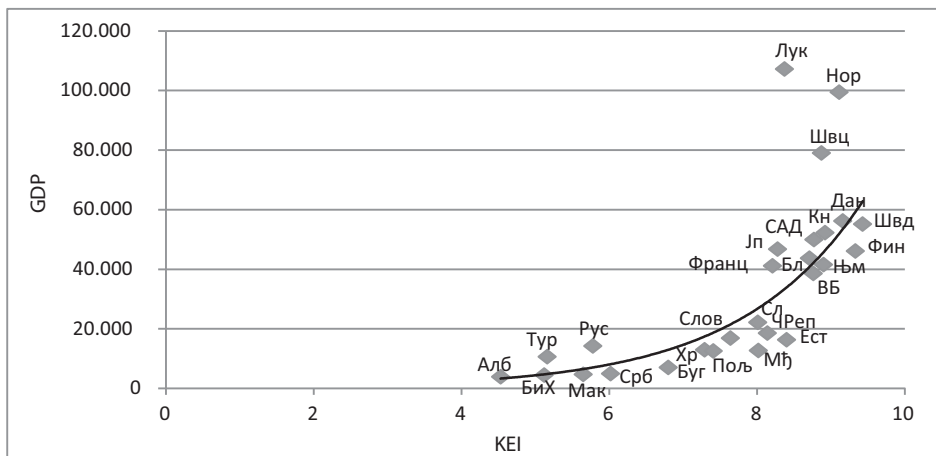
Извор: *Knowledge Economy Index (KEI) 2012 Rankings, The World Bank.*

На бази података из више претходних табела и Графика 3, уочљиво је следеће: а) да на националном нивоу постоји висок ниво позитивне корелације између достигнутог нивоа глобалне конкурентности (GCI) и фактора иновативности; нпр. Швајцарска у години 12/13. по оба основа заузима прво мјесто, Финска је према GCI на трећем а према иновативности на другом мјесту, Њемачка ја по оба основа на четвртном мјесту и сл.; б) да постоји висок ниво позитивне корелације између оствареног *GDP per capita* и KEI. Коначно, на примјеру развијених земаља показало се да за разлику од компаративних, природним путем стечених предности и цјеновне конкуренције чије могућности су често веома ограничене, у савременим условима тежиште борбе међу ривалима се све више преноси на подручје тзв. нецје-

<sup>13</sup> KEI (*The Knowledge Economy Index*) показује у којој мјери окружење дјелује подстицајно за ефективно кориштење знања. По свом обухвату подразумева вредновање четири варијабле (стуба; енгл. Pillars): привредни подстицаји и институционални оквир (EIR); образовање и хумани ресурси, систем иновација и информационе и комуникационе технологије (ИКТ).

### График 3.

Међузависносћ ГДП иер цаиџиџа и КЕИ по земљама – 2012.



Извор: WEF; *Global Competitiveness Report 2013/14*;

новне конкурентности. Један од разлога је и тај што је листа могућности нецјеновне конкуренције скоро неисцрпна, а облици су различити колико су различити начини диференцирања производа. У том смислу, у Табели 7, даје се преглед земаља по регионима и достигнутом нивоу економског развоја, с тим што су све земље разврстане у три основне групе: 1) факторски вођене економије (*Factor-Driven Economies*); 2) економије које свој развој примарно темеље на инвестицијама (*Efficiency-Driven Economies*) и 3) иновацијама вучене економије (*Innovation-Driven Economies*).

### Табела 7.

GEM - економије ирема реионима и нивоу економској развоја<sup>14</sup>

Региони	Факторски вођене економије	Економије базиране на инвестицијама	Иновацијама вучене економије
Латинска Америка и Кариби		Аргентина, Барбадос, Бразил, Чиле, Колумбија, Костарика, Еквадор, Мексико, Панама, Перу, Уругавај	
Средњи Исток и Сјеверна Африка	Алжир, Египат, Иран, Палестина	Тунис	Израел
Под-Сахарска Африка	Ангола, Боцвана, Етиопија, Гана, Малави, Нигерија, Уганда, Замбија	Намибија, Јужна Африка	

<sup>14</sup> Црна Гора није обухваћена GEM истраживањем (у 2102. години је партиципирало свега 69 земаља), али је према WEF сврстана у групу инвестицијама вођених земаља.

Региони	Факторски вођене економије	Економије базирани на инвестицијама	Иновацијама вучене економије
Пацифик и Јужна Азија		Кина, Малезија, Тајланд	Јапан, Кореја, Сингапур, Тајван
Европска Унија		Естоније, Мађарска, Латвија, Литванија, Пољска, Румунија	Аустрија, Белгија, Данска, Финска, Француска, Њемачка, Грчка, Ирска, Италија, Холандија, Португал, Словачка, Словенија, Шпанија, Шведска, УК
Државе не-чланице Европске Уније		Босна и Херцеговина, Хрватска, Македонија, Русија, Турска	Норвешка, Швајцарска
САД			САД

Извор: *Global Entrepreneurship Monitor, GEM Report, 2012.*

На крају, као логичан, и скоро једини намеће се закључак да уколико се неке земље определијеле да своју конкурентност и даље заснивају искључиво на природним ресурсима, јефтиној радној снази, јефтиним домаћим енергентима, и што је још горе, и не покушавају да тежиште борбе за већу конкурентност са истих помјере ка нецјеновним факторима, дакле иновацијама и знању, објективно оне себе унапријед осуђују на трајно заостајање и низак животни стандард и сиромаштво грађана.

## 5. Закључак

Глобална економија улази у нови период убрзања, прије свега, као резултат све бржег развоја и пенетрације информационо комуникационих технологија. Истовремено, наметнути токови глобализације и свеукупна динамичност међународних економских односа и интернационалне конкурентности утичу на губљење старих, као и на освајање, усавршавање и побољшавање нових конкурентских позиција. У том смислу, трајан опоравак појединих националних економија, посебно оних у транзицији, могућ је једино успостављањем “економије знања”.

Уједно, Европска унија већ више од двије деценије се бави и развила је сопствену стратегију “*Европа 2020*” за вођење паметног, одрживог и инклузивног раста, као одговор на економску кризу и како би обезбједила технолошку конкурентност на међународном нивоу. Истовремено, већина земаља у развоју стагнира, а како се показало, и даље живе изнад својих могућности. У том смислу, у складу са у раду отвореним питањима, остаје нам да закључимо да су са растућом глобализацијом и технолошком рево-



луцијом, у неколико посљедњих декада знање и иновације без сумње постали кључни фактори пораста конкурентности и на тој основи се данас преобликују нови модели раста. Примјери успјешних земаља показују да нема двојбе да државе које желе напредовати овим путем, морају развити властити КЕ програм менаџмента промјенама, прагматичан и уз уважавања специфичности сваке земље.

## Литература

- Цветановић, С. (б.г.) *Компјаративна анализа пословне софистицираности Србије и земаља окружења*.
- Драгићевић, М. (2012). *Конкурентности, пројекти за Хрватску*. Загреб: Школска књига.
- Drucker, P. (2006). *Дракер из дана у дан*. Нови Сад: Асее Бокс,
- Хенке, Ј. (2012). *Да ли је иновациона политика Србије спремна за чланство у ЕУ?*. Београд: Сингидунум.
- Илић, Б. (2005). "Перспективе развоја земаља у транзицији", *Economics Annals*.
- Марковић, Ж. (2012). *Менаџмент знања, тој менаџмент и лидерство знањем*. Београд: Етно стил.
- Милићевић, В. (2000). *Нови концепти интелектуалној калкулацији и конкурентности предузећа*. Пословна политика, 5.
- Porter, M. & Rivkin, J. W. (2012). *The looming Challenge to US Competitiveness*. Harvard Business Review, 3.
- Радун, В. 2008. "Конкурентност на нишану"; Београд, Хиспериаеду,
- Tarascott D.: "Rethinking in a Netw (or Why M.Porter is Wrong about Intenet), *Strategy + Business*", Issue 24; 2001.
- Трбовић, А.: "Иновације и предузетничтво: алати за успјех на тржишту ЕУ", Универзитет Сингидунум, Београд, 2012.
- Zitek, V.: *Knowledge Economy and knowledge infrastructure; International Conference on Applied Economies, ОСОАЕ, 2011*.
- Студија "Правци развоја Црне Горе 2010-2016.г.", Влада Црне Горе, Министарство финансија, Подгорица, март, 2013.г.
- Студија "Стратегија развоја за Југоисточну Европу до краја 2020. године – отивања рањивих мјеста и проширења у европској перцепцији", Влада Црне Горе, новембар, 2013.године
- Building Knowledge Economies, Advanced Strategies for Development, WB; Washington, 2007.
- Global Competitiveness Report 2013/14; више година, The World Economic Forum.
- Integration Across Borders, Transition Report, EBRD, 2012.
- WEF; The Europe 2020 Competitiveness Report: Building a More Competitive Europe, Edition 2012.
- Transition Report 2013; "Stuck in transition", European bank for Reconstruction and Development.

Innovation Union Competitiveness Report 2013, DG Research and Innovation, 2013.

European Commission,

Knowledge Economy Index (KEI) 2012 Rankings, The World Bank.

Ranking: The top most competitive economies in Europe (2020).

World Investment Report, UNCTAD, 2013.

Global Entrepreneurship Monitor, GEM Report, 2012.

*Ката Шкарић Јовановић<sup>1</sup>*

## **Утицај примене методе удела на перформансе инвеститора**

### **The effect of using the equity method on the performance of the investor**

#### **Резиме**

*Постоји оштри сагласности да је повећање инвестиција у реални сектор једна од кључних претпоставки за опоравак привреда земаља обухваћених кризом. У земљама које уз то нису довеле до краја процес транзиције, та погрешка се представља још снажније. Инвеститори могу улазити у оснивање нових друштва, доквалификацију postojeћих и оснивање друштва која ће бити под заједничком управом. Финансијско извештавање о улагањима се разликује у зависности од висине учешћа у капиталу друштва. Значајан утицај инвеститору омогућава учешће у капиталу које је више од 20 и мање од 50% капитала и учешће у заједничком подухвату које му обезбеђује да буде страна у заједничкој управи. За утврђивање вредности оваквих учешћа примењује се метода удела. Она се битно разликује од консолидације која се користи за учешћа која су основа контроле по томе како се одређује вредности учешћа и по висини и времену признавања прихода од учешћа. Метода удела, чија примена је обавезна, пружају инвеститорима две важне информације: колики је износ нето имовине придруженој друштву или заједничкој подухвата који се односи на учешће и колико износи учешће инвеститора у добитку. Због тога што се поново никад цео износ добитка не додељује власницима, већ један део добити остаје задржан. Приходи од*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Београду, kata\_skaric@yahoo.com

*учешћа код ове методе још ово редовно виши од прилива још овине по основу примљених дивиденди, примена методе удела може нејовољно утицајати на ликвидност друштва инвеститора.*

**Кључне ријечи:** придружено друштво, заједнички подухват, значајан утицај, заједничка управа, метода удела.

## Summary

*There is a general agreement that the increase in investment in the real sector is one of the key prerequisites for economic recovery of countries affected by the crisis. In countries which have finished the transition process, this need arises even more strongly. Investors can invest in the establishment of new companies, the recapitalization of existing ones and establishment of companies that will be under the joint management. Financial reporting on investments varies depending on the amount of equity investments in companies. Significant impact for investors provides the share in the capital of more than 20 % and less than 50 % and equity participation in the joint venture provides a participation in the joint management. To determine the value of such share, the equity method is applied . It is very different from the consolidation that is used for the share which is the basis of control in how to determine the value of the share and the amount and timing of recognition of share revenue. The equity method, whose application is mandatory offers investors two important information: what is the amount of net assets of the associate or joint venture relating to share and how high is the share of investors in profit. The entire amount of earnings is almost never allocated to owners, part of the earnings is retained. Income from the participation in this method is almost always higher than the inflow of cash in dividends received, using the equity method may adversely affect the liquidity of the company investors.*

**Key words:** associate, joint venture, significant influence, joint management, equity method.

## Увод

Улагања у инструменте капитала је све присутније како у привредним друштвима, тако и у финансијским институцијама. Извештајном третману ових улагања је посвећена значајна пажња у стручној и научној јавности. Правила за њихово вредновање су у последњој деценији била предмет темељног преиспитивања, чији резултат је увођење, поред историјског трошка, фер вредности и успостављање чврсте везе између циља који ме-

менаџмент жели остварити њиховим стицањем и држањем и правила за вредновање. Наведене измене су имале превасходно циљ за инвеститоре: подизање релевантности информација о улагањима у инструменте капитала других емитената.

Стицањем инструмената капитала менаџмент може да реализује различите циљеве, као што су продаја у кратком року ради зараде на разлици у курсу, држање ради остварења приноса у виду раста њихове тржишне вредности, или пак стварање основе за утицај на пословање друштва које их је емитовало. Различитост циљева које менаџмент жели да реализује стицањем и поседовањем инструмената капитала не може да се не одрази на њихову класификацију и правила за њихово вредновање.

Стицање инструмената капитала других емитената које је намењено стварању основе за утицај на њихове релевантне активности јесте уобичајена пракса како у тржишно развијеним земљама, тако и у земљама чије привреде карактерише недовољна развијеност и са њом повезан сталан недостатак средстава. Ове карактеристике имају готово све земље из нашег окружења. За њих су од изузетног значаја улагања било домаћих или страних инвеститора у нова или у постојећа привредна друштва, као и оснивање привредних друштава која ће бити под заједничком управом.

У зависности од висине улагања у капитал других привредних друштава, утицај који се остварује на њихово пословање је различитог интензитета и простире се од контроле, преко заједничке управе, до значајног утицаја. Због различите чврстине веза које се овим учешћима стварају између друштва које улаже – инвеститора и друштва у које је улагање извршено, нужно је било извршити њихову класификацију и сходно карактеристикама учешћа, дефинисати примерена правила вредновања.

Након измена које су извршене доношењем и ступањем на снагу МСФИ 11 - Заједнички аранжмани, у рачуноводственој и извештајној пракси се за вредновање учешћа примењују две, по својој намени и суштини, врло различите методе. То су метода консолидације која се користи за извештавање у консолидованим финансијским извештајима о улагањима која инвеститору омогућавају контролу над друштвом у које је улагање извршено и метода удела, или equity method, за учешћа која су основа значајног утицаја или вршења заједничке управе. Метода удела се примењује за вредновање учешћа у заједничким подухватима због тога што се сматра да је утицај који обезбеђује учешће у заједничкој управи такође значајан.

Од 2013. године, број привредних друштава која користе методу удела је нагло повећан не само због раста броја друштава над којима се врши значајан утицај, већ и због тога што је ова метода, када је реч о вредновању учешћа у заједничким подухватима, заменила методу пропорционалне консо-

лидације. Заменом МРС 31 - Улагање у заједничке подухвате са МРСФИ 11 - Заједнички аранжмани, престала је дугогодишња примена пропорционалне консолидације од стране пословних ентитета који обавезно, или на добровољној основи примењују МРС/МСФИ као основу извештавања за укључење заједничких предузећа у консолидоване финансијске извештаје.<sup>2</sup>

Ако се овоме дода да је на самом крају прошле године Међународни одбор за рачуноводствене стандарде објавио Предлог амандмана на МРС 27 - Сепаратни финансијски извештаји, којим се предлаже да се у сепаратним финансијским извештајима матичних друштава ова метода користи за накнадно вредновање учешћа која се односе не само на придружена и заједничка већ и на зависна друштва, онда је јасно да метода удела добија на значају. Разумевање суштине ове методе је стога важно не само за састављаче финансијских извештаја, већ и за њихове кориснике.

Примена методе удела је повезана са низом питања на која се до одговора може доћи просуђивањем конкретних околности. Од тачности одговора пак зависи поузданост исказаног финансијског положаја и резултата. У овом напису након нужног разматрања основних карактеристика методе удела, биће речи о њеним ограничењима. Предмет разматрања ће, такође, бити и утицај који метода удела има на мерила перформанси друштава која је примењују.

## **1. Кључне карактеристике методе удела**

Учешћа у придруженим друштвима и учешћа у заједничким подухватима по основу којих инвеститор учествује у заједничкој управи се према МРС 28 – Учешћа у придруженим предузећима и заједничким подухватима<sup>3</sup> обавезно вреднују применом методе удела.

Будући да је услов за примену ове методе постојање значајног утицаја, односно учешће у заједничкој управи заједничког подухвата, разјашњење ових појмова је претпоставка разумевања методе удела. Сматра се да инвеститор врши значајан утицај на друштво у које је инвестирао ако непосредно или посредно поседује више од 20, а мање од 50% гласачких права. Ова претпоставка је оспорива. Наиме, и поред поседовања значајног учешћа, може изостати значајан утицај инвеститора у процесу доношења пословних одлука. И обрнуто, са поседовањем броја гласова који је мањи, инве-

<sup>2</sup> Директива ЕУ од јуна 2013. године у чл. 26 и даље предвиђа примену пропорционалне консолидације при укључењу у консолидоване финансијске извештаје ентитета који се налазе под заједничком управом.

<sup>3</sup> МРС 28 - Учешћа у придруженим ентитетима и заједничким подухватима је заменио МРС 28- Учешћа у придруженим ентитетима који је донет 2003. године. Примена овог стандарда је почела 1. јануара 2013. године.

ститор може вршити значајан утицај. Само поседовање основе за вршење значајног утицаја није довољно, потребно је да се та могућност користи.<sup>4</sup> Другим речима: поседовање права гласа чија је висина између 20 и 50% од укупног броја гласова које носе акције или удели који се налазе код тзв. спољних власника, не може се сматрати довољном основом за извођење закључка о постојању значајног утицаја. Тај утицај треба да буде демонстриран. У сваком конкретном случају, морају бити пружени докази да се врши значајан утицај. Листа доказа чије постојање може упућивати на закључак да постоји значајан утицај, а која је наведена у МРС 28, обухвата:<sup>5</sup>

- а) учешће у управи или управи еквивалентом телу друштва на које се учешће односи,
- б) учествовање у процесима дефинисања политика и одлука које се односе на висину дивиденди, или друге дистрибуције власницима,
- в) постојање значајних трансакција између инвеститора и друштва на које се учешће односи, или
- г) постојање праксе размене руководећег особља и
- д) пружање суштинских техничких информација.<sup>6</sup>

Ниједан од наведених доказа не треба посматрати изоловано од других и користити га као основа за извођење закључка о постојању значајног утицаја. Напротив, све наведене доказе треба посматрати заједно да би се донео закључак о томе да ли инвеститор има способност да врши значајан утицај на друштво на које се учешће односи или не.

Будући да друштво – инвеститор врши значајан утицај на придружено друштво, односно заједнички подухват, оно сноси и одговорност за висину њиховог резултата: било да је реч о добитку или губитку.

Ништа мање напора није потребно да би се утврдило да ли инвеститор врши значајан утицај на ентитет који је заједнички подухват. Према МСФИ 11 - Заједнички аранжмани, заједничким подухватом се сматра заједнички аранжман чији учесници имају право на његову нето имовину. (МСФИ 11 – Заједнички аранжмани, 2011)

<sup>4</sup> Исто тако је могуће да инвеститори који и поседују већинско учешће не могу вршити контролу над друштвом јер на пример, мањински акционари поседују право вета којима се ограничава моћ већинских власника или пак већински власник прихвати да подели управљање се другим инвеститором. У таквим случајевима је и поред већинског учешћа у капиталу примерено применити методу удела.

<sup>5</sup> Видети: параграф 6 МРС- 28 Учешћа у придруженим ентитетима и заједничким подухватима.

<sup>6</sup> Наведеним доказима се у FASB ASC Topic 323 придружује још један -висина власништва инвеститора у односу на висину власништва и концентрацију других инвеститора у друштву на које се учешће односи видети: The Equity Method of Accounting for Investments, [highereducation.mcgraw-hill.com/sites/fl/free.007813636/820465\\_sample-Chapter.pdf](http://highereducation.mcgraw-hill.com/sites/fl/free.007813636/820465_sample-Chapter.pdf) доступно: 12. 01. 2014. године

Утврђивање остваривања значајног утицаја на ентитет који је заједнички подухват, претпоставља да се најпре утврди да ли сви или група инвеститора имају контролу над заједничким подухватом. За утврђивање контроле над заједничким подухватом користе се исти они критеријуми који се примењују при утврђивању постојања контроле над појединачним друштвом.<sup>7</sup> То значи да учесници у заједничком подухвату по основу својих улагања, морају имати моћ да усмеравају релевантне активности заједничког подухвата, принос који остварују по основу улагања мора бити варијабилан и морају имати способност да моћ над заједничким подухватом користе тако да утичу на висину остварених приноса. Испуњеност сваког од наведених услова у многим случајевима претпоставља пажљиво просуђивање (*Шкарић Јовановић*, К. 2013.).

Након што се утврди постојање заједничке контроле над заједничким подухватом, потребно је да инвеститор утврди да ли он учествује у вршењу заједничке контроле. Како заједничка контрола постоји само када се одлуке о релевантним активностима заједничког подухвата доносе једногласно и како се у уговорном аранжману дефинише минималан број гласова потребан за доношење одлука, могуће је релативно лако одредити да ли је конкретни инвеститор учесник у заједничкој управи. Понекад се тај захтев о једногласном доношењу одлука у уговорном аранжману не наводи експлиците, али се из уговорног аранжмана може недвосмислено докучити. Ако, на пример, два инвеститора оснивају заједнички подухват са једнаким учешћем у капиталу, а одлуке којима се усмеравају релевантне активности аранжмана ће бити донете само ако постоји 51% сагласност, јасно је да су оба инвеститора учесници у заједничкој контроли. Уколико, међутим, у заједничком подухвату учествује више инвеститора са различитом висином учешћа и стога различитим правом гласа, тада у уговорном аранжману мора бити јасно наведено који су то инвеститори без чије сагласности одлуке о управљању релевантним активностима не могу бити донете. Претпоставимо да у заједничком подухвату учествују три инвеститора од којих инвеститор А има 50% гласова, а инвеститори Б и В имају по 25% гласова. Уколико је за доношење одлуке потребна сагласност инвеститора који имају 75% гласова онда у овом случају потребан број гласова може бити добијен сагласношћу А и Б или А и В. У таквим околностима уговором мора бити јасно одређено да ли заједничку управу врше А и Б или А и В. Није у складу са појмом заједничке управе да се одлуке могу доносити сагласношћу А и Б

<sup>7</sup> Према МСФИ 10 – Консолидовани финансијски извештаји контрола постоји када је инвеститор по основу улагања изложен варијабилном приносу од свог учешћа у аранжману и има способност да утиче на висину тих приноса кроз моћ коју поседује над друштвом у које је улагање извршено.



или А и В. Очигледно је да постојање значајног утицаја на заједнички подухват, које подразумева учешће у заједничкој управи, као и у случају придружених ентитета захтева пажљиво просуђивање, у овом случају и испуњености услова о постојању контроле, а потом и суштине уговорног аранжмана.

Заједничко учешћима у придруженим ентитетима и учешћима у заједничким подухватима јесте да основу за значајан утицај чини поседовање гласачких права, која не омогућавају контролу, али омогућавају значајан утицај у процесу пословног одлучивања. Треба имати у виду да код утврђивања броја гласачких права и у једном и другом случају, поред директно или индиректно поседованог броја гласа у тренутку извештавања, при утврђивању расположивих гласачких права треба узети у обзир и потенцијална гласачка права која су садржана у опцијама, варантима, конвертибилним власничким или кредитним хартијама од вредности.<sup>8</sup>

Карактеристике које методу удела чине различитом од методе консолидације се тичу:

- иницијално утврђивања вредности учешћа,
- времена признавања прихода од учешћа и њихове висине и
- накнадног вредновања учешћа

Иницијално улагање у придружене ентитете и заједничке подухвате се сагласно методи удела утврђује у висини улагања, односно набавне вредности која, за разлику од набавне вредности која се утврђује код методе консолидације, укључује поред куповне вредности и трансакционе трошкове. Под трансакционим трошковима се подразумевају трошкови који су директно повезани са стицањем учешћа као што су, на пример, накнаде за рачуноводствене и правне услуге.

Када је реч о признавању прихода од учешћа, метода удела их признаје на акруалној основи. То значи да се приход/расход од учешћа у придруженом друштву или заједничком подухвату у финансијским извештајима инвеститора исказује у оном обрачунском периоду у којем је остварен добитак, односно губитак чији део представља тај приход, односно расход.

<sup>8</sup> У МРС 28 Учешћа у придружене ентитете и заједничке подухвате у параграфу 7 се наводи: Ентитет може да поседује варанте, опције куповине акција, дужничке или инструменте капитала који се могу конвертовати у обичне акције, или друге сличне инструменте који имају потенцијал, ако се искористе или конвертују, да ентитету обезбеде додатну гласачку моћ или да смање гласачку моћ друге стране над финансијским или пословним политикама другог ентитета (на пример, потенцијална гласачка права). Постојање и ефекат потенцијалних гласачких права која се могу одмах искористити или конвертовати, укључујући и потенцијална гласачка права која су у поседу других ентитета, разматрају се када се процењује да ли неки ентитет има значајан утицај. Потенцијална гласачка права не могу се одмах искористити или конвертовати када их је, на пример, немогуће искористити или конвертовати до будућег датума или до настанка неког будућег догађаја.

Ово омогућава да се у Извештају о резултату инвеститора искаже не само резултат који је испословао управљајући друштвом над којим има контролу, већ да се искажу и резултати који су последица његовог значајног утицаја на придружена друштва и на заједничке подухвате.

Овим се избегава ситуација која постоји при примени методе консолидације, у којој матично друштво приходе од учешћа у својим финансијским извештајима исказује у финансијским извештајима наредне године у односу на годину у којој је остварена добит из које потичу ти приходи. Услед тога се у финансијским извештајима матичног друштва се исказује добит коју је матично друштво остварило у датом обрачунском периоду и део добити зависних друштава која је остварена у претходном периоду а која је кроз дивиденде матичном друштву пренета у текућем периоду.

Висина признатог прихода/расхода од учешћа се утврђује применом стопе учешћа на остварени добитак, односно на губитак, након опорезивања. Ово је, такође, значајна разлика у односу на методу консолидације код које, да подсетимо, приход од учешћа представља износ примљене дивиденде, која је по правилу само део оствареног добитка. Код методе консолидације се дакле, када је реч о приходима од учешћа, користи готовинска основа.

Очигледно је да се тренутак признавања прихода од учешћа и његова висина при примени методе удела битно разликује у односу на признавање и висину прихода од учешћа који се утврђују при примени методе консолидације.

Примена методе удела почиње одмах након стицања учешћа за које је утврђено да представља основу значајног утицаја. Набавна вредност учешћа се упоређује са припадајућим делом фер вредности нето имовине друштва на које се учешће односи. Овде је важно уочити да се упоређење врши са фер вредношћу нето имовине која је разлика између фер вредности имовине и фер вредности обавеза. Процена вредности имовине и обавеза придруженог друштва или заједничког подухвата може открити постојање латентних резерви.<sup>9</sup> Откривене латентне резерве треба да буду приписане имовинским предметима и обавезама у којима су садржане. Као латентна резерва се може јавити и нематеријална имовина, на пример трговачка марка, која будући да је интерно генерисана, пре продаје није могла бити исказана у финансијским извештајима друштва на које се учешће односи. Како се при примени методе удела, за разлику од методе консолидације, имовина и обавезе придруженог друштва, односно заједничког подухвата не преузимају у консолидоване финансијске извештаје, висина откривених латентних резерви се само евидентира у белешкама инвеститора.

<sup>9</sup> Полази се од претпоставке да су поштована правила вредновања те да поновна процена имовине на дан стицања значајног учешћа неће довести до откривања скривених губитака.

Чињеница да су откривене латентне резерве не значи да ће постојати једнакост између набавне вредности учешћа и њему припадајућег дела нето имовине друштва на које се учешће односи. Инвеститор може за стицање учешћа платити више, јер очекује изнад просечан принос, или пак може, ако се стекну за њега погодне околности, учешће стећи за износ који је нижи од фер вредности припадајуће нето имовине.

Разлика која се јави између више набавне вредности учешћа и ниже фер вредности припадајућег дела нето имовине представља гудвил. При примени методе удела, плаћени гудвил се за разлику од методе консолидације не исказује одвојено. Он представља саставни део набавне вредности учешћа. Услед тога изостаје тестирање гудвила на обезвређење, што је обавезно при примени методе консолидације. Обезвређење се утврђује на учешће као цјелину.

Напротив, уколико је набавна вредност учешћа нижа од фер вредности нето имовине која се на дато учешће односи, разлика представља добитак. Овај добитак ће бити исказан у Извештају о укупном резултату, приликом одређивања удела ентитета у добитку или губитку придруженог друштва или заједничког подухвата за период у којем је учешће стечено.

Накнадно вредновање учешћа која су основа значајног утицаја и признавање прихода од учешћа треба да одражава висок степен повезаности између инвеститора и друштава на која се врши значајан утицај. Накнадно вредновање ових учешћа треба, другим речима, да омогући да вредност учешћа у Извештају о финансијском положају инвеститора одржава њему припадајући део нето имовине придруженог друштва, односно заједничког подухвата на које се то учешће односи.

Разматрање накнадног вредновања ових учешћа је у суштини разматрање рачуноводствених процедура чије спровођење је у функцији овако дефинисаног циља методе удела.

Да би се овај циљ методе удела испунио, иницијална - набавна вредност учешћа се коригује тако да одражава промене у висини нето имовине друштва на које се врши значајан утицај, односно заједничког подухвата. Промене висине нето имовине могу настати по два основа – накнадним улагањима власника и оствареним резултатом. Накнадна улагања власника у друштво на које се врши значајан утицај или заједнички подухват утичу на вредност учешћа, али могу утицати и на релативно учешће инвеститора у капиталу. Треба истаћи да повећање основног капитала придруженог друштва или заједничког подухвата по основу издавања гратис акција или дивидендних акција не би утицало на промену висине учешћа, јер ове трансакције немају за последицу промену висине сопственог капитала, већ само промену његове структуре.

Промене висине нето имовине придруженог друштва, односно заједничког подухвата, које су последица њиховог редовног пословања, настају по основу оствареног резултата и његове расподеле, ако је реч о добитку. Будући да се по основу насталог добитка њихова нето имовина повећава, а по основу оствареног губитка смањује, корекције висине учешћа ће бити вршене у истом смеру – вредност учешћа ће бити повећана за припадајући део добити и смањена за припадајући део губитка.

Када је реч о добити, тада треба напоменути да ће у највећем броју случајева основа за утврђивање припадајућег дела добити бити добит након опорезивања. Само када придружено друштво или заједнички подухват имају емитоване преференцијалне кумулативне акције које су класификоване као капитал и које се не налазе у власништву инвеститора већ других страна, добит након опорезивања треба умањити за дивиденде на ове акције, независно од тога да ли су објављене или не.<sup>10</sup> Друштво инвеститор висину припадајуће добити утврђује применом стопе учешћа у капиталу на добит пре опорезивања (Eliot, B.& Eliot, J. (2002), или/и након умањења за дивиденде на преференцијалне кумулативне акције. При утврђивању стопе учешћа у капиталу се, да подсетимо, могу узети у обзир само постојећа, а не и потенцијална власничка права. За утврђени део добитка који припада друштву инвеститору се повећава вредност учешћа у Извештају о финансијском положају и исказују приходи од значајних учешћа у Извештају о резултату. Супротно би се поступило у случају да су придружено друштво или заједнички подухват остварили губитак.

Висина добити која припада друштву инвеститору може бити умањена, а припадајући губитак повећан за износ отписа при стицању учешћа утврђених латентних резерви. Како је већ напоменуто, ове латентне резерве могу бити садржане у различитим облицима имовине и обавеза друштва на које се врши значајан утицај. При накнадним вредновањима учешћа, оне морају бити отписане.<sup>11</sup> Латентне резерве садржане у залихама и потраживања се отписују одједном, док се латентне резерве садржане у сталној имовини отписују у оквиру преосталог века трајања. На пример, ако су при стицању 40% учешћа у придруженом друштву откривене латентне резерве које износе у залихама робе 1000, у потраживањима од 500, а у опреми од 2000 и под претпоставком да је преостали процењени век трајања опреме 5 година, износ латентних резерви које треба отписати ће бити обрачунат на следећи начин:

<sup>10</sup> Видети параграф 37 МРС 28 Учешћа у придруженим ентитетима и заједничким подухватима

<sup>11</sup> Латентне резерве садржане у сталној имовини која се не отписује, као што су на пример земљишта су трајне јер се земљиште не отписује.

1. Латентне резерве које су садржане у залихама робе и потраживањима биће у целини објективирани у датом обрачунском периоду. Друштво инвеститор учествује у њиховој висини са 40%, тако да је припадајући износ латентних резерви 600.
2. При обрачуну дела латентних резерви садржаних у опреми, треба узети у обзир чињеницу да се оне објективирају у периоду од 5 година. Годишњи износ објективираних латентних резерви је 400, од тога на друштво инвеститора се односи износ од 160.

Уколико је у текућем обрачунском периоду придружено друштво остварило добит од 10.000, тада припадајући део добитка друштва инвеститора износи 4000. Да није било латентних резерви, то значи да су књиговодствена и фер вредности имовине и обавеза биле једнаке, друштво би признало приход у тој висини. Постојање латентних резерви указује на чињеницу да су при обрачуну добити код придруженог друштва расходи утврђени у висини књиговодствене вредности која је нижа од фер вредности. Да би се добио добитак који показује вишак прихода изнад расхода обрачунатих по фер вредности, обрачунати добитак се мора умањити за објективирани латентне резерве у датом обрачунском периоду. Друштво инвеститор ће у складу са наведеним у датом обрачунском периоду признати добит у висини од 3240. За исти износ ће бити повећана вредност учешћа у придруженом друштву.

Висина нето имовине друштва на која се врши значајан утицај, може бити промењена и под утицајем примене фер вредности при процењивању имовине и обавеза. Вредновање материјалних и нематеријалних улагања поступком ревалоризације или вредновање финансијских средстава расположивих за продају на пример, доводе до признавања нереализованих добитака и губитака који се у складу са меродавним стандардима признају преко Осталог укупног резултата, који је компонента сопственог капитала. Реализација циља методе удела претпоставља да друштво инвеститор као што партиципира у добитку, партиципира и у Осталом укупном резултату. Ако, на пример, заједнички подухват примењује поступак ревалоризације сталне имовине и у датом обрачунском периоду због раста фер вредности ове имовине у односу на књиговодствену вредност ревалоризационе резерве буду повећане за 12000, друштво инвеститор које учествује у заједничкој управи и чије учешће у капиталу заједничког подухвата износи 33,33%, треба да призна повећање вредности свог учешћа за 4000. За разлику од учешћа у добитку, ово повећање неће бити третирано као приход од учешћа, већ као повећање одговарајуће позиције Осталог укупног резултата, у овом примеру ревалоризационих резерви. Уколико би се догодило да се због пада фер вредности финансијских средстава која су расположива за

продају у Извештају о резултату у оквиру Осталог укупног резултата заједничког подухвата исказе нереализовани губитак, друштво инвеститор би смањило висину учешћа за износ губитка сразмеран висини учешћа, а губитак исказао у Осталом укупном резултату.

Осим по основу губитака, смањење вредности учешћа при примени методе удела настаје и по основу: примљених дивиденди и искључивања нереализованих добитака који су последица испорука између друштва инвеститора и придруженог друштва, односно заједничког подухвата.

Познато је да исплата дивиденди, или учешћа у добитку смањује висину нето имовине. Отуда дивиденде које исплаћује друштво на које се врши значајан утицај код друштва инвеститора, сагласно циљу методе удела, треба третирати као смањење вредности учешћа, а не као што је то у другим случајевима, као приход.<sup>12</sup> (Duckman, D. D. (2001). Њихово третирање као прихода би довело до двоструког рачунања прихода, јер је друштво инвеститор, да подсетимо, исказало приход у висини припадајуће добити, чији део су наплаћене дивиденде.

Резултати који настају кроз испоруке између друштва инвеститора и друштва на које врши значајан утицај уколико нису потврђени кроз трансакције са трећим лицима, сматрају се нереализованим.<sup>13</sup> (Duckman, D. D., 2001). Њихово признавање у финансијским извештајима друштва инвеститора мора бити одложено до коначне реализације, јер се према методи удела друштво инвеститор и друштво на које се врши значајан утицај третирају као један ентитет. Друштво инвеститор не признаје нереализовани добитак сразмерно висини учешћа у капиталу. Испоручи ли, на пример, придружено друштво друштву инвеститору које поседује 30% учешће у капиталу робу у чијој је продајној вредности садржан добитак од 2000, а роба се на дан извештавања још увек налази на залихама друштва инвеститора, тада друштво инвеститор 30% добити, дакле 600, мора сматрати нереализованом и за тај износ треба смањити приходе од учешћа. (Scherrer, G. 1994)<sup>14</sup>. Треба приметити да се последице испорука у којима учествују друштво инвеститор и придружена друштва и заједнички подухвати у финансијским

<sup>12</sup> Дивиденде нису приход оне су пре конверзија дела учешћа у готовину.

<sup>13</sup> Детаљније о нереализованим добицима из испорука између друштва инвеститора и придружених друштва и заједничких подухвата видети: The Equity Method of Accounting for Investments, [higherred.mcgraw/hill.com/sites/fl/free.007813636/820465\\_sample-Chapter.pdf](http://higherred.mcgraw/hill.com/sites/fl/free.007813636/820465_sample-Chapter.pdf), доступно: 12. 01. 2014. године.

<sup>14</sup> У МРС- 28 Учешћа у придруженим ентитетима и заједничким подухватима, параграф 28, истиче се захтев за елиминисањем резултата који настају у трансакцијама између друштва инвеститора и придруженог друштва или заједничког подухвата, није међутим наведено да ли се за износ, нереализоване добити коригује вредност залиха које потичу из ових испорука или се смањује висина прихода од учешћа. У литератури се налази на оба приступа.

извештајима обе стране признају, једино се део добити који из њих резултира, а који је са становишта ових друштава нереализован, искључује, боље рећи одлаже, тако што се умањује приход од учешћа. Последица искључења ове – нереализоване добити биће смањење вредности учешћа. Дакле, не смањује се као код методе консолидације вредност залиха у чијој вредности је добит садржана, већ вредност учешћа.

Претходна иако начелна разматрања поступака који се примењују у реализацији циљева методе удела су недвосмислено показала да они обезбеђују да друштво инвеститор преузме одговорност за последице значајног утицаја који врши на придружено друштво или на заједнички подухват. То преузимање одговорности се испољава кроз прихватање промене висине учешћа у складу са променама висине нето имовине друштва и припадајућег дела добити као прихода у периоду у коме је остварен.

## **2. Утицај методе удела на висину основних показатеља перформанси**

Пословне одлуке о улагањима су двојако повезане са перформансама друштва. При доношењу пословних одлука се полази од постојећи перформанси друштва, али је, исто тако, при доношењу одлука неопходно размотрити последице које ће конкретна одлука о улагањима имати на будуће перформансе друштва. Перформансе друштва одражавају успех друштва и менаџмента, на њима инвеститори заснивају своја очекивања, повериоци на основу њих оцењују способност друштва да измири обавезе по основу главнице и камата, репутација менаџмента и висина његових компензација су, такође, под утицајем перформанси.

Одлуке о улагањима у капитал других друштава захтевају посебна разматрања и процене како због тога што су уложени износи високи, тако и због често дугорочног утицаја који дато улагање има на вредност имовине, висину оствареног резултата и висину нето готовине. Када је реч о улагањима у придружена друштва и заједничке подухвате у земљама у којима се финансијско извештавање заснива на МСФИ, менаџмент нема право избора - мора користити методу удела. Због тога је важно да сагледа на који ће начин примена ове методе утицати у финансијским извештајима исказан финансијски и приноси положај и да ли ће и на који начин утицати на висину нето готовине.

При примени методе удела вредност учешћа протоком времена расте, ако је менаџмент одабрао добро друштво у које ће уложити капитал и уколико, користећи значајан утицај, доприноси његовој успешности. Ово повећање вредности учешћа ће повољно утицати на финансијски положај

друштва – инвеститора, јер је повећање вредности учешћа праћено повећањем нето имовине. Услед тога рацио задужености ће се смањивати, а раст дугорочних извора ће повољно утицати на висину нето обртног фонда, односно на однос обртне имовине и дугорочних извора, што ће повољно утицати на ликвидност друштва.

Признавање прихода од учешћа у висини припадајућег дела добити придруженог друштва или заједничког подухвата ће довести до исказивања више добити у односу на методе код којих се приход од учешћа признаје у висини примљених дивиденди. Виша добит ће утицати на исказивање више зараде по акцији. Да ли и у којој мери ће повећана добити утицати на висину стопе приноса на сопствени и укупан капитал, зависи од висине нереализованих добитака или губитака који се исказују преко осталог укупног резултата који настају код друштва на које се врши значајан утицај. Преузимање припадајућег дела ових добитака и губитака утиче на висину сопственог и укупног капитала, и преко ње на висину одговарајуће стопе приноса.

Исказивање више добити које настаје услед примене методе удела, неће, како је уобичајено, довести до повећања нето готовине. Приходи од учешћа, да посетимо, једнаки су висини учешћу припадајућем делу добитка друштва на која се врши значајан утицај. Ако би одлука тих друштава била да се цео добитак исплати као дивиденда, тада би прилив готовине био једнак исказаном приходу од учешћа. Код друштава која послују на принципу континуитета, међутим, расподела добити претпоставља да се власницима исплаћује само део добитка, а понекад та исплата потпуно изостаје и целокупна добит се задржава. Приливи готовине по основу прихода од учешћа у таквим околностима су мањи од висине прихода. Ако, на пример, приход од учешћа у придруженом друштву износи 1500, а наплаћене дивиденде од друштва 500, онда део прихода од 1000 неће бити покривен готовином све до уновчења учешћа. Будући да приходи од учешћа у придруженим друштвима и заједничким подухватима подижу висину добитка који је предмет опорезивања и расподеле, одливи ликвидних средстава који настају по основу вишег пореза на добит и могуће исплате виших дивиденди акционарима неповољно утичу на ликвидност друштва инвеститора. Примљене дивиденде од придружених друштава и заједничких подухвата се могу исказивати или као приливи готовине из пословне активности, или као приливи готовине из активности инвестирања. (МРС - 7 Извештај о токовима готовине, 2010). Дакле, у зависности од тога коју од понуђених могућности одабере менаџмент, односно састављач Извештаја о токовима готовине, метода удела ће утицати на висину нето готовине из пословне активности или нето готовине из активности инвестирања.



Мања покривеност прихода приливима и повећани одливи готовине имају за последицу исказивање нижег износа нето готовине и услед тога је неповољнији однос између нето добитка и нето готовине и зараде по акцији и нето готовине по акцији.

Утицај методе удела на перформансе друштва инвеститора треба да буде предмет разматрања пре доношења одлуке о стицању значајног учешћа с циљем да сагледа начин на који ће не само стицање, већ и држање значајног учешћа утицати на исказани финансијски положај, резултат и нето готовину.

### 3. Ограничења методе удела

Кључне карактеристике методе удела које је чине примереном за вредновање значајних учешћа, огледају се у томе што она омогућава временско повезивање прихода од учешћа и добитка из кога тај добитак потиче и усклађивање висине учешћа са променама у висини нето имовине придруженог друштва, чиме се онемогућава стварање латентних резерви у његовој вредности. Међутим, као и сваки други поступак, и метода удела има и својих ограничења која је једнако важно размотрити као и предности.

Ограничења која би се могла означити и као слабе стране методе удела се односе на непостојање чврсто дефинисаних критеријума који би упућивали да је примена методе удела за одређена учешћа примерена. Наиме, постојање учешћа у капиталу неког друштва у висини од 20 до 50%, заправо је само претпоставка за постојање значајног утицаја. У сваком конкретном случају треба, како је раније истакнуто, пажљиво размотрити и друге доказе о томе да се на дато друштво врши значајан утицај. Ово је важно и стога што при постојању учешћа у капиталу и праву гласа које је ниже од 50%, није искључена могућност постојања контроле, која претпоставља коришћење методе консолидације и искључује коришћење методе удела.

При примени методе удела у финансијским извештајима друштва инвеститора је исказана само вредност учешћа на коме се заснива значајан утицај и приходи које дато учешће доноси. За разлику од методе консолидација, која се примењује код учешћа која прелазе 50% и која су основа контроле, овде, дакле, нема преузимања имовине, обавеза, капитала, прихода и расхода друштва на које се утицај врши. На вредност учешћа утичу само промене висине нето имовине друштва на које се учешће односи, те је исказана вредност укупне имовине друштва – инвеститора због тога нижа. Питање које би се чини се с правом могло поставити јесте: Да ли се значајан утицај инвеститора простира само на сопствену имовину друштва? Обавезе које има придружено друштво или заједнички подухват нису исказане и

стога се не могу видети из финансијских извештаја друштва инвеститора. (Suning, Z. 2006). Ванбилансно финансирање друштва инвеститора носи са собом ризике, нарочито онда када друштво инвеститор гарантује за обавезе придруженог друштва или заједничког подухвата.

Да би се овај недостатак информација ублажио, у напоменама уз финансијске извештаје за сваки заједнички подухват или придружени ентитет који је материјално значајан треба објавити: краткорочна средства, сталну имовину, краткорочне обавезе, дугорочне обавезе, приходе, добитак или губитак из редовног пословања, добитак или губитак после пореза од обустављеног пословања, укупан остали резултат и укупан резултат. (МСФИ - 2012). Поред тога, корисницима треба омогућити увид у висину готовине и готовинских еквивалената, краткорочних и дугорочних финансијских обавеза, амортизације расхода по основу камата и висину пореских расхода за дати период, као и висину пореза који се односи на остали укупан резултат. Наведене информације се исказују у пуном износу, онако како су презентирани у финансијским извештајима заједничког подухвата, односно придруженог друштва. Наведене информације имају за циљ да корисницима финансијских извештаја омогуће препознавање ризика повезаних са ванбилансним финансирањем и процену висину ризика који су с тим повезани.

## **Закључак**

Улагања у инструменте капитала других емитената представљају раширену праксу привредних друштава Томе је свакако допринео развој финансијских тржишта. Инвеститори у инструменте власничког капитала улажу са различитим циљевима: ради трговања у кратком року, ради улагања чија ће вредност расти и доносити приходе у виду дивиденди, ради значајног утицаја на пословну и финансијску политику одређеног друштва или ради стицања контроле над другим друштвом.

Различити мотиви улагања имају за последицу различит извештајни третман извршених улагања. Метода удела је резервисана за вредновање учешћа која су основа значајног утицаја независно од тога да ли се она налазе у придруженим друштвима или заједничким подухватима.

Примена ове методе захтева не само постојање учешћа у капиталу која је више од 20 а мање од 50%, већ и постојање других доказа да друштво инвеститор користи могућност значајног утицаја на релевантне активности друштва у чијем капиталу учествује, ради утицаја на висину приноса чија је висина промењива.

У финансијским извештајима друштва инвеститора ова улагања су исказана по вредности која одражава његово учешће у нето имовини друштва на које се учешће односи, што је један од циљева методе удела.

Приходи од учешћа се признају на акруалној а не на готовинској основи као што је случај са другим методама. Висина прихода није једнака дивиденди, већ делу добитка придруженог друштва или заједничког подухвата који је сразмеран висини учешћа, што доводи до тога да су приливи готовине по основ прихода од учешћа нижи за износ задржане добити у друштву на које се врши значајан утицај. Поред тога, на тај износ прихода ће такође бити плаћен порез што ће довести до одлива средстава, тако да може негативно утицати на ликвидност друштва инвеститора.

При примени методе удела друштво инвеститор исказује нижи степен задужености, вишу зараду по акцији, али и неповољнији однос између добитка и нето готовине.

Процена о томе како ће намеравано улагање утицати на будуће перформансе друштва, захтева од инвеститора добро познавање суштине методе удела.

## Литература

- Dyckman, D. D. (2001). *Intermediate Accounting*. 5. edit. McGraw-Hill
- Eliot, B. & Eliot, J. (2002). *Financial Accounting, Reporting and Analysis*. International Edition. England: Prentice Hall .
- Савез рачуновођа и ревизора Србије. (2010). *МРС 7 Извештај о шоковима појављивине*.
- Scherrer, G. (1994). *Konzernrechnungslegung*. Munchen: Verlag Franz Vahlen, *The Equity Method of Accounting for Investments*. Dostupno 12. 01. 2014. na: [highered.mcgraw/hill.com/sites/fl/free.007813636/820465 sample-Chapter.pdf](http://highered.mcgraw/hill.com/sites/fl/free.007813636/820465 sample-Chapter.pdf)
- Suning, Z. (2006). *Economic Consequences of Off-Balance Sheet Financing: The Case of Equity Method Investments*. [www.acctwkshop.cox.smu.edu/acctwkshop/W20052006/z.pdf](http://www.acctwkshop.cox.smu.edu/acctwkshop/W20052006/z.pdf) *Job Market Paper*
- Шкарић Јовановић, К. (2013): *Нови критеријуми за одређивање круга консолидовања у МСФИ 10-консолидовани финансијски извештаји*, Финансинг број: 1, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске



Драјан Микеревић<sup>1</sup>

## Оловне ноге опоравка економије Републике Српске

### Leadened legs of recovery of Republic of Srpska economy

*“Да би нам било боље,  
диће нам још горе.”*

#### Резиме

*Овај рад, на бази историјских чињеница, настоји ујозорићи доносиоце њословних одлука на њојреду сајледавања ѓлобалних лимитирајућих фактора који дијино ујичу на ојоравак и развој економије било које земље, ѓа и Републике Српске и Босне и Херцеговине.*

*Настојећи да укажемо на то да је ѓрактично настојила нова индустријска филозофија и да је ѓлобална финансијска и економска криза довела у ѓишњање ѓолијику развоја на основама неолибералне економске доктрине, аутор ујозорава да је на цјелокујном зајадном Балкану ѓрисућан уморан ѓривредни сисћем. Такав ѓривредни сисћем довео је до свеојишће незајосленосћи и довођења великој броја младих у безнадежну ѓозицију јер немају радних мјесћа, а шиме нема ни формирања ѓородице, шћо у коначници неѓајивно ујиче на демографске ѓоказашеље (ѓриродни ѓрирашћај).*

*Да би се ове неѓајивне ѓенденције зауставиле или дарем усјориле, ѓућ ојоравка и развоја је расћ инвестиционе ѓојрошње у ѓривајном и јавном секћору за шћо аутор ѓрејоручује ѓлобалну шему ојоравка и развоја.*

**Кључне ријечи:** ојоравак, расћ, развој, инвестиције, шћедња, друћо домаћи ѓроизвод, ресурси.

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, mikerevich@yahoo.com

## Summary

*This paper , on the base of historical facts, tries to warn the business decision makers on the need to examine the global limiting factors that significantly affect the recovery and development of the economy of any country, including Republic of Srpska and Bosnia and Herzegovina .*

*Trying to point out that a new industrial philosophy has practically emerged , as well as the fact that the global financial and economic crisis has led into question the policy on the basis of neo-liberal economic doctrines, the author warns that in the entire Western Balkans tired economic system is present . This tired economic system has led to high unemployment and brought a large number of young people in a hopeless position , because they do not have jobs, and as a consequence there is no formation of a family which continues to negatively affect the demographic parameters ( population growth ) .*

*To stop these negative tendencies or at least to slow them down, the path of recovery is in the development of the investment spending growth in the private and public sector ,and the author recommends the global pattern of recovery and development.*

**Key words:** *recovery, growth, development, investment, savings, gross domestic product, resources.*

## Увод

У истраживању могућности и конципирања реално остваривог опоравка и развоја неизоставно се морају размотрити, између осталог, три блока питања: лимитирајући фактори нашег развоја, инвестициона потрошња као фактор опоравка и мјере државе које би биле у функцији опоравка при вреде. Наиме, економија је и данас слаба и споро се опоравља од рецесије из 2008. године и смањења реалног бруто домаћег производа. Чини се интересантним напис The Economist 2/13, који, расправљајући о “производњи у Босни”, спомиње случај фабрике “Bekto Precisa” из Горажда гдје се на 30 оглашених слободних радних мјеста пријавило њих око 3.000, констатујући при томе да је “радна снага наравно јефтинија у Кини, али су рокови испоруке из Босне на кључна економска тржишта много краћи, а и квалитет је много бољи”. Пошто Босна и Херцеговина није члан Европске уније, многе компаније из Европске уније често користе и предност недовољно снажних стандарда заштите животне средине у Босни и Херцеговини. С тим у вези, једна аустријска фирма која купује производе “Bekto Precisa” наводи: “Пребацили смо производњу прије пет година из Словачке због мање цијене и апсолутно смо задовољни квалитетом производа у Босни и Херцеговини”.

И док ми овдје у Босни и Херцеговини говоримо о својим вјечитим потенцијалима и шансама, дотле је већина богатог свијета фасцинирана Немачком у којој је бруто домаћи производ током посљедње деценије порастао више него у било којој земљи Г7. Истовремено, док је у еврозони од стварања евра незапосленост на највишим нивоима, у Немачкој је на рекордно ниском нивоу. Док је у већини богатих земаља извоз погођен страном конкуренцијом, у Немачкој је он и даље снажни покретач раста. Стога је основано поставити питање које су то лекције које бисмо ми као и остатак свијета требали научити од Немачке и других успјешних економија.

Зато ћемо у наставку рада указати на потребу одговарајућих прилагођавања при тражењу рјешења за наш опоравак, раст и развој. Елаборираћемо нека питања и указати на ред потеза које би, према нашем мишљењу, требали учинити да бисмо отворили перспективе и на овом подручју.

## **1. Лимитирајући фактори опоравка земаља западног Балкана**

Западни Балкан (Хрватска, Босна и Херцеговина, Србија, Црна Гора, Македонија, Косово – UNMIK и Албанија) одувijek је био подручје нестабилне и веома трусне политичке и економске ситуације. Налазећи се на раскршћу интереса великих сила, овај простор се још увијек није успио стабилизovati и дефинисати као просперитетно, прогресивно и мирно географско подручје. Много је разлога за то: измијешаност етничких скупина, недефинисаност имена држава и њених граница, дуга историја окупације од Отоманског царства и Аустроугарске империје и ратни сукоби деведесетих година прошлог вијека.

### **1.1. Политички фактор**

Нема сумње да је један од кључних лимитирајућих фактора нашег опоравка управо у домену политике. Генеза самог проблема задире у далеку прошлост, и да би млађе генерације разумјели економисте, начинимо кратку ретроспективу полазећи од Првог свјетског рата. Ови простори су након Првог свјетског рата били у склопу нове државе – Краљевине Југославије (1918–1941), и то је била једна од најнеразвијенијих земаља Европе, са нешто богатијим сјевером (Словенија и Хрватска) и сиромашним југом. На самом почетку Другог свјетског рата, 1941, нестаје Краљевина Југославија и на крају рата 1945. настаје нова Југославија као резултат Народноослободилачке борбе као највећег организованог војног и политичког покрета у тадашњој окупираној Европи. Економија Босне и Херцеговине, као једне од шест тадашњих социјалистичких република у оквиру Југославије, остварила је тада (1950–1990) највећи просперитет у својој историји. У том периоду

дошло је до значајних структурних реформи које су се у Босни и Херцеговини темељиле на индустријализацији и развоју базне индустрије за потребе бивше Југославије (СФРЈ). Као што смо претходно напоменули, увијек је овдје у историји било проблема. У овом периоду двије групе проблема биле су посебно карактеристичне, једна која се односила на међународно окружење – резолуција информбироа 1948, и друга група проблема која се односила на велике противрјечности на којима се изграђивало тзв. југословенско заједништво (Јурчић, Љ. и Војнић, Д., 2010). Као један од преломних догађаја, резолуција информбироа у 20. вијеку заправо је значила раскид са дотадашњим бољшевичким антиржишним догматизмом који је егзистирао у обланди идејно-теоријских основа реалног социјализма и прелазак на потпуно нови друштвено- економски и политички систем под називом “самоуправни социјализам”. У односу на претходни, овај модел развоја већ је у почетку давао добре резултате, тако да је у првој декади забиљежена стопа раста друштвеног производа око десет процената. С обзиром на политичке размирице, појавио се “покрет несврстаних” који је у том периоду потпуно измијенио ситуацију која је до његове појаве карактерисала међународне односе и даље одвијање хладног рата између двију суперсила.

Када је ријеч о другој групи разлога, тј. противрјечности на којима се градило тзв. југословенско заједништво, највеће потешкоће које је требало константно савладавати односиле су се на историјско наслеђе које је оптерећивало односе у заједници (земљи) шест нација, пет језика, три вјере и уз многобројне разлике у традицији, образовању, култури и начину живота, као и сталним прерачунавањем шта се даје а шта добија из заједничке нам земље (СФРЈ). Иако је први петогодишњи план 1947–1951. тадашње Југославије пропао дијелом и због претходно поменуто Резолуције Информбироа, економски развој је започет тек од 1950. с почетком функционисања самоуправног социјализма. Развој Социјалистичке Федеративне Републике Југославије и Босне и Херцеговине у том периоду најбоље се може сагледати компаративном анализом друштвеног производа, а не бруто домаћег производа, јер тада у обрачун нису узимане све услуге које се иначе урачунавају у величину бруто домаћег производа.

Овако високо остварене стопе раста су, у односу на земље реалног социјализма, умногоме подигле животни и друштвени стандард грађана, што је привлачило пажњу и интересовање и научника и политичара. У том смислу смо крајем осамдесетих година прошлог вијека били практично пред вратима Европске заједнице. Иако је и у том периоду било успона и падова, општи тренд се кретао у правцу либерализације и попуштања политичких стега над науком и другим подручјима друштвеног живота, што нас је разликовало од земаља реалног социјализма. Међутим, и овај развој је



**Табела 1.**

Спојне раста друштвеног производа у периоду 1953–89 (у %)

Период	СФРЈ	БиХ
1	2	3
1953–1960	8,9	7,4
1961–1970	6,3	5,4
1971–1980	5,7	5,5
1981–1989	0,5	1,2
<b>1953–1989</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>

Извор: Статистички годишњак СФРЈ, Београд, 1991.

био узрокован факторима изван југословенске привреде (Маџар, 2011), а више као посљедица замашних унилатералних трансфера из иностранства (1951–64) и тада погубног иностраног задуживања. При томе је раст био и по цијени исцрпљивања развојних шанси у будућем периоду експлоатацијом природних ресурса и по том основу убрзања повећања друштвеног производа, извоза, запослености и других макроекономских агрегата. Тај период карактерише ситуација да су претходне противрјечности у почетку биле мање видљиве, док су касније, у 80-им годинама 20. вијека, постајале све видљивије и изазивале све јаче тензије између република и покрајина што је изазвало кризу управљања, а то показују и подаци претходне табеле (1981. до 1989. године). Овдје треба истаћи и чињеницу да је Босна и Херцеговина у односу на све друге републике и покрајине и тада имала најнижу стопу раста друштвеног производа (1953–1989). Разлоге треба тражити у тадашњој структури привреде, која је била претежно базна, и у примарној расподјели дохотка често путем депресијације цијена чиме је била највише погођена потребом система за одржавањем социјалног мира.

Осјетан пад темпа раста друштвеног производа у периоду 1981–1989. говори заправо о достизању забрињавајућих структурних диспропорција, што је, према проф. Маџару, “природна тенденција у привредама које немају тржишта производних чинилаца, па стога развој појединих сектора, што значи и саму привредну структуру, одређују ангажовањем и дјеловањем политичке воље”. (Маџар, 2011). Он сматра да привреда може без већих посљедица да подноси структурне неусклађености до неког нивоа, али након тога расположиви капацитети не могу да дају очекиване резултате, и то води у привредну стагнацију. У овом случају сви који доносе пословне одлуке треба да схвате да су данашњи проблеми непосредни изданак “јучерашњих рјешења”, а данашња “рјешења” ће се можда испоставити као “сутрашњи проблеми”. (Маџар, 2011). Да би се ублажиле унутрашње противрјечности тадашњег југословенског друштва, био је формиран и Са-

везни фонд за финансирање мање развијених подручја Југославије, а у тој функцији је дјелимично био и савезни буџет. Међутим, посматрајући ниво друштвеног производа по становнику, тај коефицијент неједнакости чак се и повећавао, рецимо, између Словеније, која је имала највећи, и Косова, који је имао најмањи ниво друштвеног производа, и то са 3,8 у 1953. години (161,1/45,8) на 7,7 у 1989. години (199,0 / 25,6). Босна и Херцеговина је у том периоду у односу на (СФРЈ = 100) имала пад индекса друштвеног производа по становнику са 85,7 (1953) на 67,9 (1989. године). (Јурчић, Љ. и Војнић, Д., 2010). Тада је, слично као 1965. када је дошло до привредне реформе да би се ублажиле структурне диспропорције тог периода, дошло до покретања и остваривања у пракси дугорочног програма економске стабилизације чиме се жељело наставити с реформама које су започете још 1965. године. Међутим, економске реформе су спутаване политичким турбуленцијама након смрти Јосипа Броза када је у односима република и покрајина све више на површину издијао национализам различитих боја, при чему ни наука која је била ангажована на том пројекту није могла да превазиђе постојеће стање.

И овдје је показано да моћ политичара и њихова одговорност, како каже Маџар (2011), колико год су утемељене и на аргументима засноване, немају обавезу, осим према онима који су их бирали и евентуално према онима који су их финансирани и на други начин подржавали да преузму гласове. Зато је основано поставити питање да ли на крају 80-их односно почетком 90-их година прошлог вијека треба тражити коријене наших посрнућа и развојне занемоћалости, односно оловних ногу нашег развоја. То је, заправо, период почетка транзиције нашег друштва и увођења вишепартијског система. Док се на крају 80-их година у рјешавање наших проблема почела све више укључивати струка и наука и у том смислу ситуација изгледала све извјеснија и боља, на политичким питањима су се ствари све више компликовале, тако да су Словенија и Хрватска на основама Устава из 1974. тражиле и оствариле осамостаљење, што је и дио руководства у Босни и Херцеговини такође покушао мимо интереса српског народа. Наступили су несретни сукоби и ратови који су кренули од Словеније, Хрватске до Босне и Херцеговине који су трајали четири године да би 21. новембра 1995. дошло до потписивања Дејтонског мировног уговора. Од тада ступа период економског опоравка Босне и Херцеговине, која се према Дејтонском споразуму састоји од два равноправна ентитета: Републике Српске и Федерације БиХ и који су даље надлежни и одговорни за економску политику. Практично, од Дејтонског мировног споразума започет је и процес транзиције како би, не само Босна и Херцеговина већ цијели западни Балкан умјесто попришта сукоба постао мјесто инвестирања и развоја. И поред видног опоравка инфраструктуре и економије у Босни и Херцеговини у периоду до 2000.

године, сукоби на Косову и Метохији 1999. зауставили су просперитет овог региона све донедавно када су започети разговори Београда и Приштине и најзад окончани Бриселским споразумом.

## 1.2. Неуспјешна транзиција

Готово све земље западног Балкана почетком 90-их година прошлог вијека имале су лошу макроекономску ситуацију. Многе од тих земаља су прошле период високе инфлације и значајног пада бруто домаћег производа. То је, прије свега, била посљедица распада претходне нам заједничке државе, а с њом и јединственог тржишта, ратова, одлагања кључних реформи, санкција међународне заједнице и бомбардовања које је извршио НАТО. Колико год је било тешко поднијети НАТО бомбардовање чини се да је разорна инфлација начинила још веће штете. Монетарни слом који се тада десио на најбољи начин осликавају слиједеће бројке. У јануару 1994. Инфлација је достигла 5.578.000.000.000.000 одсто годишње или 313,5 милиона одсто мјесечно, или 62 одсто дневно или 2 одсто на сат. Трагичну динамику суноврата динара на врхунцу хиперинфлације показују слиједећи подаци. Дана 3.1.1994. њемачка марка је имала вриједност од 7.000 динара, а 23.1.1994. имала је вриједност од 15 милиона динара. Оваква хиперинфлаторна пракса је у многим елементима “надвисила” инфлацију свих постсоцијалистичких земаља, па и надалеко познату њемачку инфлацију из 1923. године. Тадашњи гувернер Народне банке Драгослав Аврамовић је на основама успостављања “еквистријума цијена” успио у почетку функционисања свог Програма монетарне реконструкције од 24.1.1994. године сузбити ову опаку болест. Када је овај монетарни систем постао сметња опстајању тадашњег политичког режима, он је 16.5.1996. године смијењен што је за посљедицу имало касније дивљање цијена и инфлације. У Босни и Херцеговини у првим послеријатним годинама уз помоћ донација међународне заједнице забиљежене су изузетно високе стопе привредног раста (1996. преко 80%) те је лондонски *The Economist* 2005. године Босну и Херцеговину рангирао на прво мјесто у свијету по критеријуму раста реалног бруто домаћег производа.

У односу на земље Централне и Источне Европе због тензија и ратова на Балкану дошло је до деиндустријализације током 90-их година и смањења учешћа индустрије и пољопривреде у структури бруто домаћег производа. Због претходних разлога закаснило се и у приватизацији и реструктурирању грана и дјелатности, тако да су изостали резултати на овом плану, а на основама “Вашингтонског консензуса” ишло се на ширење услуга које постају доминантан сектор у готово свим земљама са високим учешћем у бруто домаћем производу. Дакле, наша транзиција, као и транзиција мно-

гих других социјалистичких земаља и земаља у развоју, заснивала се на “Вашингтонском консензусу”, тј. програму економских реформи који је проистекао са једног вашингтонског састанка J. Williamsona, који је подра-зумијевао (Стојанов, Д.):

- отвореност националне привреде, тј. либерализацију економских од-носа с иностранством како би се домаћа привреда изложила свјетској конкуренцији;
- конвертибилност националне валуте;
- рестриктивну монетарну политику, тј. политику “јаког” новца;
- финансијску дисциплину;
- редуковање улоге државе на минимум, који се углавном своди на кре-ирање услова за нормално пословање приватног бизниса,
- велике фирме које се замјењују малим и средњим предузетницима као носиоцима привредног развоја;
- приватизацију државне имовине као једног од кључних елемената па-кета;
- индустријску, спољнотрговинску политику и политику “дохотка”, при чему се кејнзијански економски инструментариј одбацује.

У оквиру ове доктрине реформе морају бити драстичне, свеобухватне и брзе, што се од Сакса и Липтона закључак изводи из цитата боливијског министра планирања који је рекао: “Ако хоћеш мачки откинути реп, учини то у једном потезу, а не мало помало.” (Стојанов, Д.). Међутим, приватиза-ција и сама транзиција је не само економски већ и политички процес који се одвијао по надзором и диригентском палицом ММФ-а и Свјетске банке. Чини се, да са ове временске дистанце не би било потпуно исправно за све наше садашње недаће кривити само неуспјешно спроведену приватизацију. Наиме, транзициона рецесија, распад јединственог југословенског тржи-шта, санкције међународне заједнице и бомбардовање и те како су утицали на наш привредни раст. У читавом овом периоду Босна и Херцеговина и њени ентитети нису успјели поправити изузетно лош привредни амбијент и грешке у економској политици, што је касније за посљедицу имало спори опоравак привреде. Глобална финансијска и економска криза из 2008. годи-не је отворила и нека важна питања о стратегији транзиције и моделима еко-номског развоја. У преиспитивању дотадашњих теорија и политика налази се и добар дио одговора зашто Балкан данас касни за земљама Централне и Источне Европе, када је прије двадесет година био у значајној предности.

### **1.3. Неефикасне институције**

Због специфичних прилика из 90-их година кроз које су прошле земље западног Балкана дошло је до слабљења институција државе. То је проу-

зроковало слабљење формалних а јачање неформалних институција што је резултовало високим учешћем рада у сивој зони и раст корупције и криминала. Зато приватизација и свеукупна транзиција нису дале очекиване резултате, што показују и подаци наредне табеле.

### Табела 2.

*Рані листиа Свјетске банке земаља по условима за отиварање и одвијање бизниса за 2014. годину*

Земља	Мјесто на листи
1	2
Албанија	90
Босна и Херцеговина	131
Црна Гора	44
Македонија	25
Словенија	33
Хрватска	89
Србија	93

Извор: [doingbusiness.org/rankings](http://doingbusiness.org/rankings)

На основу података претходне табеле Босна и Херцеговина по условима за отиварање и одвијање бизниса у региону опет умногоме заостаје у односу на све бивше републике у претходној Југославији. Оно што је симптоматично у односу на 2013. годину, када је Босна и Херцеговина заузимала 126. мјесто, ми смо у очима међународних инвеститора погоршали своју позицију (131). Посљедица лошег пословног амбијента за инвестирање је стање и кретање бруто домаћег производа. Наиме, бруто домаћи производ по становнику према куповној моћи (април 2013) Босна и Херцеговина је поред Албаније опет у најлошијој ситуацији јер заузима 98. мјесто са 8406,07 долара. Иако је Албанија у већини параметара боља од Босне и Херцеговине, овдје је ријетко лошија јер заузима 99. мјесто са 8290,46 долара, док је Словенија 35, Хрватска 54, Црна Гора 78, Македонија 84. и Србија на 86. мјесту. Сагледавајући ово стање са Европском унијом, чини се интересантним погледати шта грађанин у Њемачкој са просјечном платом од 2000 евра може да купи, а шта у Србији са 390 евра. Дакле, понавља се ситуација која је била у претходној Југославији од 1953. до 1989. године када је Босна и Херцеговина биљежила најмање стопе раста друштвеног производа. Очигледно да досадашња спроведена приватизација није довела до опоравка привреде. Иако приватизација није завршена, држава при томе није адекватно ријешила питање јавних предузећа, са изузетком Телекома кога је продала. Да би могла почети да рјешава њихово веома лоше пословање и незавидну

финансијску ситуацију, требала би имати повољнији пословни амбијент и бољи кредитни рејтинг Босне и Херцеговине који је и према S&P и према Moody` s-у у нивоу шпекулативног, тј. веома високог кредитног ризика В однос В/3 – стабилан, респективно. Овдје је заправо ријеч о конкурентности гдје опет показујемо нашу неспособност за веће учешће у укупном свјетском бруто домаћем производу. На основу извјештаја о конкурентности за 2013–2014. годину, који редовно издаје Свјетски економски форум у Давосу, Босна и Херцеговина (87. мјесто) је веома лоше котирана, гдје су у региону само лошији Албанија (95) и Србија (101). Многи инвеститори сматрају да је бирократија највећи кочничар нашег опоравка на свим нивоима власти. У условима када се неко појави са идејом, храброшћу и одлучношћу да уложи свој новац у неки од пројеката, обично (част изузецима) мора да прође кроз пакао “хрвења” са бирократијом умјесто да га та администрација на најкоректнији и најпрофесионалнији начин прими и интерактивно учествују на том послу. Уколико томе додамо и ажурност, боље рећи неажурност, нашег правосуђа и непредвидљивост његових пресуда, онда стварно тешко да можемо на том плану имати позитивна очекивања, јер пресудни фактор успјеха и на овом плану чини велика ангажованост, иницијатива и стручност (образованост), да не кажемо и васпитање људи у локалној самоуправи до Владе и Савјета министара Босне и Херцеговине. Уколико се на овом плану начине очигледне промјене, онда и локалне самоуправе и влада могу бити снажни генератори економског развоја. У супротном, уколико и даље инвеститорима због своје неажурности пролонгирамо рокове за добијање грађевинске дозволе, тешко да можемо очекивати било какав опоравак јер то не трпи “регуларни” инвеститор.

Посљедица слабих институција је ширење сиве зоне пословних активности, што погодује расту криминала и корупције, а то неминовно зауставља било какав економски раст и развој. Иако криминал и корупција нису само својствени нама, они највише погађају управо оне најсиромашније. Јавне набавке су погодно тло за раст ове највеће пошасте савременог друштва. Само у посљедњих неколико година као кула од карата почели су да “падају” највиши званичници земаља широм југоисточне Европе. Први такав примјер забиљежен је у случају румунског премијера Андријана Настасеа, који је осуђен на четири године затвора због корупције и изнуде. У Словенији је за корупцију прозван премијер Јанез Јанша и због тога је слетио с власти, затим Иво Санадер у Хрватској. Када бисмо се само дјелимично осврнули на ове случајеве и примијенили дјелић арсенала вјештина форензичког рачуноводства, могли бисмо закључити да се готово ни једна од ових афера није одиграла без великих компанија и банака из западне Европе која је “оличење и стандард транспарентности”. Нема сумње да су компаније и банке

са Запада на доктринираним ставовима “Вашингтонског консензуса” уз машинерију ММФ-а и Свјетске банке добро искористиле тада толико хваљене и препоручиване моделе приватизације и транзицију цијеле југоисточне Европе да су дошли до уносних послова, али и уз помоћ високих локалних званичника и владиних чиновника. Дакле, захваљујући корупцији, мале локалне банке са Запада постају регионални играчи, а велике компаније долазе до послова и профита који до тада нису могли ни сањати. Све транзиционе земље Балкана на ранг-листи за 2012. годину Transarency International-а спадају у високо корумпиране (са прикупљених 39 до 43 поена), и то: Босна и Херцеговина је на 72 (са 42 поена), Албанија 113 (са 33 поена), Црна Гора на 75 (са 41 поеном), Македонија 69 (са 43 поена), Хрватска на 62 (са 46 поена), Србија на 80 (са 39 поена). Најбоље пласиране земље у овом погледу су Данска, Финска и Нови Зеланд, које са прикупљених 90 поена дијеле прво мјесто, а слиједи их Шведска, Сингапур и Швајцарска.

Такав ниво криминала и корупције, наравно, нарушава економске слободе. Иако је капацитет економских слобода за професора Маџара (Маџар, 2012) још један мутан, у ствари неразумљив израз као неко специфично опште добро, он се, ипак, користи као показатељ потребних услова за друштвени напредак. Овај показатељ, кога објављује америчка фондација “Харитиџ” и “Wall Street Journal” обухвата оцјену власничких права, слободе од корупције, јавне потрошње, фискалних и пословних слобода, слободе рада, монетарних, трговинских, инвестиционих и финансијских слобода. Када је ријеч о земљама у региону, Босна и Херцеговина је најлошије пласирана јер заузима 101. мјесто од 178 рангираних земаља, док је најбоље рангирана Македонија (43), а слиједе Црна Гора (68), Словенија (74), Хрватска (87) и Србија која је на 95. мјесту.

Ови подаци указују и на потребу дубљих институционалних реформи, а посебно у вези са искорјењивањем корупције и обезбјеђења независности правосуђа, што је од кључне важности за даље унапређење економских слобода и побољшање економског раста и опоравка. Само на тај начин могу се приволити домаћи и страни инвеститори да започну реализацију своје пословне идеје на овом простору. У супротном, и даље ћемо имати ситуацију да је држава уз додатно задуживање највећи инвеститор, што је у дугом року погубно, јер нестају радна мјеста у приватном сектору, а наша срећнија и извјеснија будућност је управо у приватном сектору. Да би до тога дошло, треба сузбити сиву економију и направити ред у јавним предузећима. Вјеровање да ће “невидљива рука тржишта” довести нашу привреду у ред очигледно се није остварило, па се на велика врата поново враћа “видљива рука државе.”

## **2. Незапосленост – проблем тежи него што се претпоставља**

Наш велики проблем је неспособност привредног система да остварује и одржава барем приближно пуну запосленост. Незапосленост радно способног становништва је све већи проблем, који се, зачудо, не потенцира ни приближно онолико колико стварно јесте. Стопа незапослености од 44,8% (27,5% анкетна) изузетно је висока и сама по себи говори много. Овдје посебно забрињава чињеница да се ради о дугорочном неповољном тренду, те када се у обзир узму неке додатне чињенице, ситуација на тржишту рада је још лошија. Уколико би се у обзир узели латентни вишкови запослених у јавним предузећима, ту се прије свега мисли на Српске шуме, Жељезнице Републике Српске, Електропривреду, Поште Српске и комунална предузећа, и то не само у односу на постојећи степен коришћења капацитета него и у односу на њихово пуно коришћење. Дакле, на плану запослености ништа ново од почетка 90-их прошлог вијека када су се створиле очигледне неравнотеже на тржишту радне снаге које трају и данас. Стопа незапослености и константни број преко 150.000 који траже посао забрињавајући је и горући проблем нашег друштва гдје се без инвестирања и развоја рјешења не виде. Прилагођавања треба усмјеравати ка продуктивном запошљавању, а не да се и даље терете социјални програми за које очигледно нема извора финансирања јер рецесија увелико утиче на фискалну позицију земље. То потврђује и чињеница да прије глобалне финансијске кризе (2007) дефицита у Републици Српској и није било, док је само двије године касније (2009) владин дефицит износио 9% бруто домаћег производа (ММФ, 2011). Да би се позабавила макроекономском стабилношћу, Босна и Херцеговина је ушла у Stand-by аранжман са ММФ-ом и обавезала се на имплементацију свеобухватних мјера штедње и структуралне реформе (ЕБРД, 2011). Подаци о пословању привреде у 2012. години указују на то да је стална имовина у односу на 2011. повећана за 4,64%, а обавезе за преко 13%, односно за 1,7 милијарди конвертибилних марака. На тај начин задуженост привреде је у 2012. на нивоу 42,2%, што је за 2,5 процентна поена већа од задужености у 2011. години која је износила 39,7%. Наравно, уколико би се обим производње односно пословне активности привреде повећао, требало би прилагођавати и изворе финансирања који би примарно могли бити у виду повећаних обавеза (дугова) и евентуално заједничких улагања са страним партнерима који већ имају своја тржишта. Наиме, садашњи збирни биланс наше привреде показује “висок” ниво самофинансирања (57,8%), али у привреди која ни изблиза не достиже потребан ниво пословне активности. Није тешко претпоставити какав би степен самофинансирања био у ситуацији свођења обима пословних активности на нормалу. Пошто сопственог



капитала нема, остала би могућност додатног задуживања и по том основу драстичан пад самофинансирања у привреди.

У складу с претходним, промјене унутар пасиве, рецимо у посљедње вријеме много спомињаним претварањем (конверзијом) обавеза у трајни капитал, заправо не доводи до стварног повећања прилива капитала, већ само до “шминкања” тј. раздуживања презадужених предузећа и стварања привада бољег кредитног бонитета фирме која би уз одсуство адекватне супервизије банака нова кредитна задужења тих предузећа могла угрозити неке од наших банака, а тиме и актуелне штедише довести у опасност да и они ускоро постану “старе девизне штедише”. Дакле, нашим предузећима је неопходна докапитализација у облику заједничких улагања (Joint venture) која ће уз неповратност улагања дати улагачу – партнеру право на управљање и право учешћа у расподјели добити која, за разлику од камате, није унапријед фиксирана обавеза. С друге стране, нове обавезе (кредити, у првом реду, а и емисија обвезница) карактерише право на поврат, право на принос по основу камате и неучествовање у управљању предузећем. Ослањање на кредите у претходном периоду успорио је напредак и у реструктурирању јавних предузећа што је резултирало губицима или пак ниском стопом приноса (рентабилности) и веома некавалитетним услугама. Нажалост, пропустили смо повољно вријеме за реструктурирање цјелокупног јавног сектора, када смо још и имали новац од приватизације Телекома. Реструктурирање, у том периоду, требало је бити само једна фаза у процесу успјешне транзиције. Данас када је много тога потребно реструктурирати, код нас коиндицира са глобалном финансијском кризом, потрошеним новцем од приватизације, веома лошим стањем буџета, па и изборном годином када се овакви потези обично избјегавају. Ријечју, масовни прилив новца од приватизације Телекома и прилив по основу неоправдано високог задуживања нисмо искористили за реструктурирање које је било нужно и зато ћемо касније платити високу цијену, али не за инвестирање у нове економски оправдане пројекте који би подигли нашу конкурентску снагу. Други, не мањи проблем с којим се предузећа суочавају представљају застарјели облици колективног преговарања који су наметнули веома ригидан сет правила и минималне плате, које су међу највишим у југоисточној Европи када се посматрају као дио просјечне плате. Свјedoци смо проблема на релацији послодавци–синдикати, гдје ови први повлаче свој потпис на колективни споразум, а други на основу информација нису спремни да одступе од тзв. стечених права. Влада с времена на вријеме прихвата дијалог, али се чешће држи по страни. С обзиром на сопствене позиције, вјероватно су сви у праву. Међутим, многи закони који су донесени већ су угасили велики број радних мјеста (повећање пореза и доприноса, увођење фискалних каса

гдје објективно није било потребно, порез на некретнине и многи други закони који су привреди наметнули додатне намете). У тако погоршаним условима пословања профит постаје мисаона именица и у таквом амбијенту ријетки ће се упустити у ризик инвестирања и отварања нових радних мјеста. Предузетничка и занатска дјелатност, као и велика предузећа која су на ивици опстајања, не смију се упуштати у ове ризике и због ригидности неких још увијек “социјалистичких” регулатива, па кад је ријеч и о Закону о раду. Тешко ће се неко у оваквим ризичним условима пословања упустити у додатно “регуларно” запошљавање. Очигледно ће Закон о раду морати доживјети своју реформу и трошак социјалне стабилности пребацити с послодавца на државу, што подразумијева и значајна средства заводу за запошљавање. Пошто се највише рачуна на инвеститоре из Европе, било би примјерено да се нека институционална рјешења из најбољих европских пракси уграде у закон, као, рецимо, могућност дужег периода запошљавања на одређено вријеме, с тим да тај институт не доводе до ситуације да имамо двије класе “запослених”, могућност изнајмљивања радне снаге у условима пада пословних активности, омогућавањем рада по вијеку пројекта за који се ти радници ангажују, флексибилнији приступ потреби промјене радног мјеста, питања отпремнина приликом одласка у пензију, минулог рада и слично. Синдикати који су нарочито јаки у јавним предузећима и уопште у јавном сектору морали би мање бити у функцији заштите привилегованог положаја запослених у овом сектору у односу на приватни сектор. Међутим, то не значи слабљење улога синдиката јер ће они, хтјели ми то или не, убудуће још више јачати. У циљу ублажавања проблема незапослених Влада Републике Српске већ неколико година имплементира пројекат “Први посао” који је омогућио запослење већег броја приправника, а и волонтера, што и даље чини, настојећи при томе избјећи неке од претходних грешака. Колико ће стратегија запошљавања у периоду 2011. до 2015. успјешно ријешити нагомилане проблеме у овој области, тек ће се видјети, али је сасвим извјесно, уколико се значајније не засијече у “оштрицу проблема – образовање”, успјеха у догледно вријеме неће бити. Наставиће се тетурање по многим важним питањима, и сви они који су *заиста образовани*, своју будућност неће видјети нити налазити на овим просторима. Поред раскорака између потреба урушене привреде и образовног система који штанцују кадрове по квоти из неких бољих времена, звуче упозоравајуће ријечи председника Свјеске банке Џим Јонг Кинга који у овом вакуму види глобалну опасност која би могла измаћи контроли садашњих лидера свијета. С тим у вези југоисточна Европа ризикује, по њему, да изгуби читаве генерације младих због хроничне незапослености. Чини се занимљивим да је на недавно одржаном Свјетском економском форуму у Давосу, као позитиван

примјер рјешавања овог проблема споменут Национални акциони план за запошљавање младих у Србији и њемачки програм шегртовања.

С обзиром на недовољну развијеност нашег финансијског система, његових институција, закона, регулације и политика основано је устврдити да застоји на овом плану видно смањују брзину технолошког прогреса земље и њен економски раст и развој.<sup>2</sup> Међутим, упоредо с развојем финансијских институција и све комплекснијег глобалног финансијског тржишта на коме се тргује све сложенијим финансијским дериватима повећава се и ризик како финансијског тако и реалног сектора привреде. Уколико се претпостави да постоји висок степен корелације између развијености финансијских институција и реалног сектора привреде, сагласно тој парадигми виши ниво експанзије кредита води ка повећању инвестиција, а то за посљедицу има и виши бруто домаћи производ земље. С друге стране, раст кредита привреди повећава и раст њене задужености која даље води ка проблемима неликвидности, па и немогућности предузећа да отплаћују своје дугове. Дакле, овдје је једно од значајних питања стварање баланса између економског раста и стабилности привредног система. То се односи и на политику задуживања појединих држава гдје је, рецимо, смањење задужености најчешће на дужи рок корисно, али је у кратком року штетно по економски раст.

Упркос годинама узастопног раста бруто домаћег производа у Републици Српској, 6134 КМ по становнику (2013), овај економски раст је стимулисан уз међународну помоћ, повећане иностране и домаће инвестиције, кредитни дум финансиран средствима банака и повећаном домаћом тражњом финансиран трансферима наших грађана из иностранства. Све до издијања глобалне финансијске и економске кризе сви макроекономски агрегати кретали су се узлазном путањом након чега већ од 2009. године долази до пада бруто домаћег производа и периода рецесије. Наиме, финансијска и економска криза из 2008. године створила је проблем дуга широм свијета како у развијеним тако и транзиционим земљама.

### 3. Инвестициона потрошња – пут опоравка и развоја

Без обзира на многе разлике, готово све земље западног Балкана уједињују два основна проблема с којима су се суочиле њихове економије – незапосленост и трговински дефицит.

Ако ни на чему другом, онда бар на рјешавању ових двају крупних економских проблема можда је могуће остварити балканско јединство. Основано је устврдити да су инвестиције најреалнија опција рјешења у тражењу

<sup>2</sup> У предвиду 1974. до 2004. године око 30% раста у Сједињеним Државама може се објаснити технолошким иновацијама у финансијском сектору.

путева опоравка и развоја наших економија. Чак и они који се, у цјелини гледано, не слажу са Кејнзом и кејнзијанском економском теоријом, најмање могу оспоравати да, с једне стране, у условима *обездијеђене штедње* (извора финансирања) и *нейошћуне зайослености* кретање инвестиција има мултипликативни утицај на кретања бруто домаћег производа и, с друге, ниво и кретање бруто домаћег производа, без обзира на то чиме је узрокован, представља основну детерминанту формирања штедње (акумулирања добити).

Да би се избјегла балканска литица, сви ми бисмо требали Балкан учинити погодном и примамљивом инвестиционом дестинацијом јер би од тога корист имала и свака земља понаособ. Пошто смо још увијек “слободни” у доношењу својих политика и стратегија од Брисела, то морамо што прије учинити јер приближавањем Европској унији све ћемо то мање моћи. Наиме, на једној од пословних конференција у Порторожу Јоже Мецингер је с правом констатовао да је Љубљана имала више слободе у економској и фискалној политици у бившој Југославији него сада у Европској унији, а о монетарној да и не говоримо. Дакле, остаје нам да почнемо цијенити ту “слободу” и не злоупотребљавати је, већ је каналисати у отварање путева нашег опоравка и развоја. Зато не треба изгубити из вида да је у претходно наведеном можда и узрок нашег најновијег тетурања, а оно се огледа у:

- превеликом пореском притиску, који је довео бизнис пред сам руб понора,
- неспособности јавних предузећа за покретање економског опоравка,
- непријатељски однос бирократије према било каквом бизнису, што озбиљно спутава долазак страних инвеститора,
- деиндустријализацију након распада претходне Југославије, што је проузроковало пропадање великих индустријских центара.

Овдје треба нагласити да ни изблиза још нисмо искористили благодети СЕФТА, споразума који је добра основа да путем кластеризације и спровођења стратегије реиндустријализације начинимо прве кораке на плану сопственог развоја. Улога држава овог региона је у овом процесу незаобилазна. Ријеч је о веома изазовном подухвату који би требао повећати ниво привредних активности, раст конкурентности који би даље продуковао раст извоза и смањења увозне зависности и на тај начин јачати економску али и политичку стабилност регије. С обзиром на потребу веће улоге државе, неопходно је и њу, односно њене институције, претходно реформисати како би могла бити од користи у том процесу. При томе треба користити туђа искуства, али се она не могу једноставно преликати, већ је неопходно извршити одређена прилагођавања специфичности земаља понаособ. Неријетко се као свијетао примјер спомиње економски раст Кине, али при

томе се, случајно или намјерно, прећуткује да је она у процесу великих реформи. Свједоци смо крупних промјена које се дешавају под диригентском палицом Комунистичке партије Кине: укидање радних логора, ублажавање “политике једног дјетета”, разбијање државног монопола и одвијање реформи у правцу отварања тржишта и јачање приватне иницијативе како би се подмладила домаћа економија. Изненађење у економској политици је реформа државних предузећа и њиховог монопола те смањење овлашћења владе у привреди “одсијецањем сопствене шаке”. Стари модел раста у коме је власт одлучивала о свему у привреди оставио је, према Чи Фулину, шефу кинеског Института за реформе и развој, кинеској влади мало простора за избор, осим да спроводи реформе, јер је тај (стари) модел изгубио своју предност у данашњој тржишној економији.

У вези с тим основано се запитати да ли и ми на западном Балкану треба нешто да мијењамо у својим стратегијама и политикама, поготово када знамо како су се према нама односили велики свјетски играчи. То је веома важно када се води велика дебата на глобалном нивоу Берлина и Вашингтона око тога ко више подрива опоравак глобалне економије, америчка дужничка криза или њемачки економски успјех. Претпоставићемо да ће њемачко–амерички сусрет на највишем нивоу који се најављује вјешто избјећи децидирани одговор.

Ови и неки други историјски и традиционални фактори су озбиљно упозорење да у “ринг”, тј. Европску унију, не треба улазити неприпремљен за борбу, па да се у томе изгуби и оно што се има. То поготово што су ратови на овом простору далеко иза нас, али борбе се воде на другим фронтovima, које за остваривање својих интереса (права) обично немају пуно савезника, али имају заједничког непријатеља – идеологију. Треба се при томе подсјетити премијера Велике Британије која је дала најбољу дефиницију “идеологије” коју користе готово све садашње владе у свијету – “не постоји алтернатива”, а што се односило и на заговарање и инсистирање на тржишном фундаментализму који је гвоздена леди инаугурисала као обавезни дио програма свих партија које су у Европи имали шансу да дођу на власт. Да се не треба журити, па ни под окриље Европске уније ако нисмо довољно конкурентни, један од еклатантних примјера је и случај Словеније. На овом примјеру је показано да је Европској унији потребно, прије свега, тржиште за њихову хиперпродукцију, а услов за то је уништити домаћу индустрију где је у том процесу Марибор као индустријски центар био највећа жртва. С обзиром на то да је монетарна политика на нивоу Босне и Херцеговине, а економска и фискална највећим дијелом на нивоу ентитета и кантона, у наставку ћемо настојати дати аргументацију за сет захвата које би владе у региону требале учинити како би постале поново привлачне инвестиционе дестинације релевантних инвеститора.

#### 4. Глобална шема опоравка и развоја

За излазак из кризне ситуације у којој се деценијама налазе готово све земље западног Балкана за опоравак и развој неопходно је да земља располаже ресурсима или сировинама, знањима, јефтином енергијом, ниском цијеном капитала, јефтином радном снагом и ниским порезима. Ово су потребни али не и довољни услови за опоравак и даљи развој. Поред тога, земља би требала имати и ефикасан привредни систем који ће све те ресурсе ангажовати на рационалан начин, настојећи при томе да га одржава, односно обнавља и на тај начин проширује његов потенцијал.

Уколико раст и привредни развој изразимо у категорији бруто домаћег производа и да би тај производ биљежио високе стопе раста, тј. да би се остварио економски опоравак и развој, неопходно је да се, између осталог, створе услови за релативно висок ниво инвестиција које доводе до мултипликативног пораста бруто домаћег производа. Претпоставка за висок ниво инвестиција је, опет, довољна штедња, а уколико она није довољна, треба обезбиједити прилив страног капитала.

**Штедња, односно одложена потрошња** формира се у оквиру сектора становништва у виду разлике између његових укупних примања новца (по свим основама) и укупне потрошње новца за текуће потребе становништва и у оквиру привредног и јавног сектора у виду акумулираног нето добитка. Висина штедње зависи од:

- висине новчаних примања и мотива штедње становништва,
- висине оствареног нето добитка и његове расподеле,
- развијености инструмената за стимулисање штедње,
- развијености и успјешности функционисања секундарног тржишта хартија од вриједности.

**Висина новчаних примања и мотиви штедње становништва.** Висина новчаних примања становништва у чврстој је корелационој вези с висином националног дохотка по становнику. Разумљиво је да виши национални доходак по становнику обезбјеђује већа примања из расподеле националног дохотка, чак и када се пропорције расподеле националног дохотка не мијењају јер је основица за расподелу (национални доходак) висока. Из новчаних примања становништво најприје покрива текућу потрошњу, а разлику између новчаних примања и тих издавања чини штедња. Колика ће штедња бити, будући да је један дио текуће потрошње нефлексибилан, чврст (потрошња за одржавање живота), а други флексибилан, може се потрошити, али и не мора (потрошња изнад потрошње за одржавање живота), зависи не само од висине новчаних примања него и од мотива штедње. Наиме, јаки мотиви штедње смањују флексибилни дио текуће потрошње и тиме повећавају штедњу.

**Висина оствареној нето добитка и његова распојела.** Врхунски циљ сваког предузећа је да максимира нето добитак, јер је то за управу предузећа, тачније за предузетнике, врхунски доказ о њиховој способности и успјешности, а за предузеће то је основа опстанка, раста и развоја. Али, за управу предузећа (предузетника) није интерес само максимирати нето добитак, већ у његовој распојели и што већи дио нето добитка акумулирати за предузеће, чиме се, дакако, ствара његов сопствени капитал.

Јавни сектор (држава, парламентарне институције, институције друштвене наградње) такође акумулира дио вишка прихода, односно нето сопственог добитка с различитим мотивима:

- стварање капитала за развој јавног сектора,
- стварање капитала за развој јавних предузећа,
- стварање капитала за усмјеравање развоја привреде и финансирање посебних програма од општег друштвеног и државног значаја.

**Развијеност инструмената за стимулисање штедње.** Инструменти за стимулисање одлагања потрошње, односно повећања штедње су у оквиру банкарског, монетарног и фискалног система. Штедња грађана при датом нивоу примања становништва биће утолико већа уколико су развијенији различити облици штедње у банкама и специјализованим штедионицама, уколико су ти различити облици штедње више стимулисани каматом на штедњу, различитим могућностима улагања, различитим могућностима задужења по основу штедње (кредити за трајна потрошна добра, станове, куће, на примјер) и уколико је домаћа валута чвршћа и пореске олакшице веће при инвестирању штедње (смањење пореза грађана при инвестирању у непокретности, опрему пољопривредних газдинстава). Стимулисање свих осталих облика штедње (акумулирање нето добитка у привреди и јавном сектору) врши се путем развијеног и различитог облика краткорочног финансирања текућег пословања и одржавања ликвидности (контокорентни кредит, различити облици заложног кредита), пореских олакшица при улагању у развој и раст предузећа и привреде уопште, цијеном позајмљеног капитала и стопом приноса на уложени капитал.

**Развијеност и успјешност секундарној тржишној хартији од вриједности.** Развијено и успјешно секундарно тржиште хартија од вриједности снажно утиче на повећање штедње свих облика јер власници капитала имају широку лепезу могућности улагања у дугорочне хартије од вриједности различитог степена ризика и различите стопе приноса путем продаје и куповине брзог мијењања структуре свог портфеља дугорочних хартија од вриједности, те стицања готовине путем продаје. Такво обиље различитих дугорочних хартија од вриједности, различитих права по њиховом основу, различитих издавалаца, различитих стопа приноса, различитих ризика уз

релативно ниску вриједност појединачне хартије од вриједности посредством секундарног тржишта, брзо конвертовање једне у другу дугорочну хартију од вриједности или у готовину омогућује малим власницима капитала (грађанима) да постану инвеститори или сувласници предузећа која одбацују највећу стопу дивиденде или предузећа за чији су опстанак, раст и развој животно заинтересовани (јер у њему раде), а све то снажно дјелује на подстицање штедње.

*Придављени капитал у иностранству.* Придављање капитала у иностранству може се остварити позајмљивањем на кредитној основи и улагањем у домаћа предузећа на власничкој, односно сувласничкој основи. Обје могућности, прије свега, зависе од профитабилности домаћих предузећа, сигурности и сталности макроекономског и политичког амбијента у земљи. Међутим, прибављање капитала из иностранства на кредитној основи у моменту прибављања повећава домаћу понуду капитала а у моменту враћања је смањује. Уз то, претјерано задужење у иностранству пријети низом опасности, као што је губитак аутономије у вођењу економске политике, изазивање високих инфлаторних губитака, у ситуацији када је домаћа стопа инфлације виша од стопе инфлације земаља повјерилаца, а све то разбуктава инфлаторну спиралу трошковног типа. Придављање капитала из иностранства на власничкој основи повећава понуду капитала на домаћем тржишту у моменту прибављања, а не смањује домаћи капитал по основу отплате главнице (јер се она не отплаћује), већ само по основу одлива дијела нето добитка који припада иностраним власницима уз услов да се не реинвестира у земљу. Осим тога, страни капитал прибављен на власничкој основи не производи негативна дејства задужења у иностранству, о чему је већ било говора.

Понуду на тржишту капитала не чини укупан капитал формиран из претходно описаних извора. Она је мања за износ капитала који су његови власници употребили за самофинансирање реалне активе. Ако је, рецимо, предузеће акумулирани нето добитак употребило за прибављање основних средстава и финансирање сталних залиха, тај акумулирани нето добитак се не појављује на тржишту капитала као понуда, али ако га је употребило за дугорочна финансијска улагања (пласмане), тада се јавља. Слично је и са другим правним носиоцима капитала. Када формиран капитал из финансијског резултата улажу у своја основна средства, то не представља понуду на тржишту капитала, а када га улажу у финансијске пласмане, то представља саставни дио понуде на тржишту капитала. Уколико грађанин појединац формиран капитал из одложене текуће потрошње улаже за куповину трајних потрошних добара, куће, станове (код сеоских газдинстава за куповину механизације и земљишта), тај капитал не представља понуду



на тржишту капитала; међутим, ако га дугорочно орачи у банци или купи акцију, у том случају тај капитал представља саставни дио укупне понуде на тржишту капитала. Најзад, сва улагања капитала правних и физичких лица у дугорочне хартије од вриједности које се котирају (продају) на тржишту капитала имају ту карактеристику да се при првој куповини такве дугорочне хартије од вриједности јављају као саставни дио понуде капитала, али и свака наредна продаја те дугорочне хартије од вриједности такође представља понуду на тржишту капитала.

На основу претходног дотакли смо практично суштину проблема – услове за довољно брзи пораст бруто домаћег производа. Иако су они бројни, сматрамо да овдје треба потенцирати само њих три.

*Конзистентности привредног система и његова способност да генерише високе стопе раста бруто домаћег производа.* То подразумијева да држава треба да буде у функцији стварања повољног амбијента за привреду како би успјешно пословала, стварала профит и даље инвестирала у циљу смањивања незапослености. Специфичност многих ограничења финансијског управљања, која су условљена промјенама привредног система и предузећа као његових привредних субјеката усмјерених ка тржишном привредном систему, тржишној економији, у нашој земљи односи се на:

- *неразвијености финансијског тржишта.* Финансијско тржиште у нашој земљи у овом прелазном периоду објективно мора да буде неразвијено, јер недостаје предмет трговања (новац, капитал и девизе), а тај недостатак је проузрокован малом одложеном потрошњом усљед веома ниског дохотка по становнику, који је код већине једва довољан за одржавање егзистенције;
- *йоремењене робне и финансијске шокове.* Између наше и других земаља усљед рата на овим просторима дошло је до смањења и набавног и продајног тржишта. То практично обара обим пословања а тиме и добитак, на једној, и онемогућује рационално управљање средствима, на другој страни;
- *недостатак финансијске свијести.* Овај недостатак је проузрокован увријеженим мишљењем да кредитни бонитет предузећа није услов за његов опстанак, напредак и развој, па тако финансијско управљање нема третман у нашој земљи као што је то у развијеним земљама. Наиме, у развијеним земљама ниједна пословна одлука се у принципу не доноси ако није подржана од експерата за финансије, а код нас то мишљење деценијама није ни уважавано нити чак тражено. Дакле, контекст садржаја датих разматрања преферира проблем рационалног и ефикасног управљања финансијама предузећа којима је у фокусу стварање и одржавање кредитног бонитета. У настојању да финансијско

образовање буде доступно младима у Енглеској од септембра 2014 године, од петог до осмог разреда основне школе биће уведен предмет којим би млади требали стећи вјештине управљања сопственим новцем. При томе ће се кроз наставни план и програм упознати са различитим финансијским производима и начинима пуњења буџета. Овим ће се настојати указати на постојање високог степена колерације између личних и јавних финансија. Личне финансије се већ предају у школама у Велсу, Шкотској и Сјеверној Ирској па се надлежно министарство образовања у Енглеској одлучило да дјецу у основној школи упознају са порезима и јавној потрошњи и њиховом утицају на личне финансије. О овој идеји свакако треба размислити и овдје на западном Балкану, гдје држава неријетко, због своје неефикасности посеже, за повећањем пореза и доприноса што директно утиче на личне финансије грађана.

Неспорно је да институције имају битан утицај на функционисање економије, као и да су различити нивои успјешности појединих економија детерминисани карактером и нивоом развијености институција. Другим ријечима, институције представљају важну детерминанту успјеха сваког економског система, а њихова ефикасност је битна одредница стабилности и ефикасности економије у цјелини. Бројна емпиријска истраживања и савремена економска теорија недвосмислено указују на то да је институционални оквир важан фактор који детерминише економске перформансе. Због тога улога и значај институционалних фактора привредног развоја никада нису оспоравани, али свакако да се у периоду интензивнијих и радикалнијих институционалних промјена, као што је случај код нас у најновијем периоду развоја, јавља потреба сталног истицања њихове улоге. Није сувишно изнова указивати на чињеницу да од тога како су формиране и колико су развијене институције зависи и начин одвијања релевантних активности које опредјељују свеукупни динамички потенцијал дотичне привреде. Државна администрација је стога најскупља када је неспособна и спора, као што је код нас случај. Наши чиновници те лекције још нису савладали, а све док не буду ефикасно рјешавали захтјеве привредника (грађевинске дозволе и слично), неће моћи рјешавати свој статус (плате и остале привилегије које доноси радно мјесто). Као посљедица таквог система и односа је даље губљење тржишта и радних мјеста, о чему имају шта да кажу и синдикати.

*Да би привредни систем могао генерисати високе стопе раста друштва домаће производње, треба обезбједити различите ресурсе.* Овдје морамо имати у виду расположивост природним ресурсима (земљиште, енергетски извори, рудна богатства, воде, географски положај и сл.), обученост и бројност радне снаге, тржиште, ниво техничке развијености и инвентивност,

без чега многи други ресурси не могу да буду адекватно искоришћени. Интересантан је примјер Кине, чија је модернизација натјерала тамошњу власт да размишља педесет година унапријед. Тако је у оскудици за храном и претварањем пољопривредног земљишта у грађевинско натјерало тамошњу власт да купи на лизинг три милиона хектара земљишта у Украјини, што је око пет процената њене површине, да би у будућности смањила ризике за храном свог становништва. Сваки од ових ресурса, као и многи други, на својеврстан начин утичу на темпо опоравка и развоја сваке земље понаособ.

*Уз конзистентан привредни систем и расположиве ресурсе неопходно је имати и адекватну економску политику.* Будући да се без економског раста не може остварити развој а ни други циљеви (већа запосленост), у наредном периоду може се очекивати веће интересовање доносилаца економске политике и политичких одлука за економским растом и развојем. Без сваке сумње, до данас су већ деценијама теме попут разумијевања односа: штедња–инвестиције неоправдано занемариване, а пажња се поклањала популистичким темама расподјеле гдје је политика доминирала над економијом. Приватизација и цјелокупна транзиција као и ратна разарања оставили су пустош. Многе гране и дјелатности су нестале, нове нису настале, а раст се превасходно ослањао на донације и дуг. Неолиберални концепт развоја увео нас је у кризу с којом су се мучиле и развијене и неразвијене земље. Док развијене земље кризу рјешавају не бирајући средства и са најдрастичнијим протекционистичким мјерама, мале, отворене, неразвијене и транзицијске земље с кризом се боре под будним оком ММФ-а и Свјетске банке као полугама доктринираних ставова Вашингтонског консензуса. Пошто су неке од варијабли независне (монетарна политика), неријетко малим отвореним земљама једина активна полуга остаје у домену фискалне политике, односно политике опорезивања. При томе се настоје отклонити фактори рањивости фискалног система (буџетски дефицит, ниво јавног дуга) и отворити перспективе реалног сектора. Досадашње вођење фискалне политике у многим земљама западног Балкана проблематизовала је и питање фискалне одговорности јер је доведена у питање фискална одрживост. У одсуству одговорности и популистичких мјера права су дијељена као да се на овим просторима свакодневно откривају нова нафтна поља и рудници драгуља.

Очигледно да ће у одсуству проналажења нафтних поља и рудника драгуља процес фискалне консолидације, која иначе доводи до брзих ефеката, бити веома комплексан и пропраћен негодовањем највећег дијела сиромашних (у Републици Српској сваки четврти становник је у стању сиромаштва). Властима на свим нивоима у Босни и Херцеговини а и у региону на располагању су различити инструменти довођења буџета у равнотежу или у оквир уговора из Мастрихта који дозвољава буџетски дефицит до 3% бруто

домаћег производа. Будући да је ово и изборна година у Босни и Херцеговини, тешко да ће се примијенити оштри резони на плану борбе против сиве економије и смањења појединих позиција у буџету. Уколико држава и даље буде овако неефикасна, треба очекивати даље повећање пореза и доприноса, што би било погубно за привредни опоравак, а о развоју да и не говоримо. Респектујући постојеће стање у приватном и јавном сектору и разлике приватног и јавног добра, неопходно је заложити се за сљедећих пет мјера:

- *рационализацију јавних набавки и организације јавне управе,*
- *и редвидивости пореске политике у средњорочном и дугогорочном року и преиспитивање тежишта опорезивања са становишта:*
  - пореза на прошлост, тј. политике опорезивања претходно акумулиране штедне (разне врсте имовине);
  - пореза на садашњост, тј. политике опорезивања текућег дохотка, дакле новодате вриједности;
  - пореза на будућност, који, у ствари, представља антиципирану потрошњу и јавни дуг за што углавном нема међугенерациског споразума, што може бити фактор нестабилности.

С обзиром на изражене проблеме незапослености и других диспропорција присутних у привредном систему, неопходно је заложити се за смањење пореза на рад како би се започео бар први корак у лијечењу веома тешког обољења званог незапосленост. Колико бисмо по том основу изгубили изворних прихода од директних пореза, требало би на нивоу Босне и Херцеговине доћи до консензуса за повећање пореза на потрошњу (ПДВ). Док су се овим прилагођавањима користиле земље у вријеме кризе, Република Српска је повећавала директне порезе који су је учинили неатрактивном дестинацијом за инвестирање. Очигледно, да слободу уређивања пореског система до сада нисмо искористили за наш опоравак и развој. Оно што је неопходно знати, то је да су и порези једна од важних тема у преговорима са Европском унијом. Дакле, од 35 преговарачких поглавља, 16-то по реду је “опорезивање”. Зато је сада вријеме да наш порески систем прилагодимо тако што би постали привлачни за алокацију страних директних инвестиција, као и модификовању једног од ригиднијих уведених пореских облика-порез на имовину. Рецимо, у Немачкој и Аустрији не познају порез на имовину већ имају порез на наслеђство које се плаћа када се имовина наслеђује и само се тада сматра приходом. Што се тиче пореза на земљиште плаћају неки вид пореза који је симболичан и мало ко га покушава утајити.

- *Снажан раст инвестиционе активности у различитим секторима: енергетика, производње здраве хране и пољопривреде, инфраструктуре и*

туризма. На овај начин, на сасвим новим основама и у потпуно новом окружењу треба започети остваривати визију реиндустријализације која ће бити у функцији елиминисања досадашњих структурних диспропорција чиме би се побољшале шансе за опоравак и развој у средњем року (Ђуричин, Д., 2013). Опоравак привреде захтијева и радикалне концептуалне промјене у регулативи и функционисању привредног система и државе како би се поваћала инвестициона потрошња и у приватном и у јавном сектору гдје према неким ауторима (Рајан, 2010) озбиљна алтернатива неолиберализму постаје “државом усмјераван капитализам”. Међутим, за такву иновирану улогу државе неопходно је разјаснити њену досадашњу улогу, тј. ко је до сада доносио законе и чијом вољом: да ли народна скупштина или неформални центри моћи. При томе, због осјетљивости привредног система као механизма који не трпи неизвјесност, несигурност, несталност, неслободу, политизацију треба дијагностиковати и сагледати да ли су до сада привредни закони били у канцама привреде или политике (Васиљевић, 2012).

## Закључак

У конципирању адекватног модела макроекономске политике малих отворених земаља треба имати у виду њена ограничења, која се превасходно односе на чињеницу да оне са својим привредним потенцијалима не могу дјеловати на многе важне детерминанте развоја. Аналогно претходној чињеници, и цијена капитала је рефлексивна цијена на међународном тржишту капитала. Уколико је, као у нашем случају, кредитни рејтинг земље знатно испод просјека и налази се у зони “шпекулативног”, онда је та цијена капитала увелико изнад просјека на међународном тржишту, што изазива асиметричност између домаће штедње и инвестиција.

У отвореној привреди финансијска тржишта су тијесно повезана с тржиштима добара. Глобална финансијска криза озбиљно је уздрмала доктриниране ставове неолиберализма и економски развојни модел који се реализује од 90-их година прошлог вијека којег је потребно увелико мијењати. Међутим, пошто је ово поднебје склоно екстремном понашању, треба наћи мјеру учешћа “видљиве руке државе” у привреди на што упозоравају предузете реформе у Кини. У сваком случају треба мијењати матрицу у којој ће се умјесто трговинско-увозне преферирати производно-извозна оријентација. У томе треба путем кластеризације искористити све шансе које нам даје СЕФТА споразум. Лекција која се мора што прије научити је да морамо почети трошити мање него што стварамо (производимо), јер ћемо запасти у опасно дужничко коло које нас води у грчки сценарио.

За структурна прилагођавања неће бити довољан домаћи капитал па ће се морати и даље ослањати на капитал из иностранства, а на том путу су многа ограничења: функционисање правног система и с тим у вези правне сигурности, локална бирократија, висока пореска оптерећења и укоријење-на корупција, о чему најбоље говоре подаци Wold Bank: Doing Business. Зато се чини да је један од пресудних фактора успјеха ефикасна администрација а и њена пуно већа ангажованост, иницијатива, сусретљивост и стручност.

Битна претпоставка за покретање новог индустријског циклуса је квалитетније образовање за шта требају много већа улагања (у Европској унији 2% БДП с пројекцијом 2020. од 3% БДП), енергетска независност и форсирање обновљивих извора енергије: сунца, вјетра, био-маса, дрвних отпадака, чврстог отпада и слично. Да би се циљеви макар у средњем року почели остваривати, неопходно је начинити први корак, а то је да се сви субјекти друштва усагласе око изабраних циљева и прихвате стратегије као своју програмску основу. На том путу неопходно је остварити свето тројство – државе, банака и предузећа. С обзиром на неефикасност државе и неизграђеност њених институција не би се смјело сада ићи у другу крајност и фетишизирати значај и улогу државе као регулатора. Дакле, државу данас многи схватају као једног од кључних економских актера, регулатора економског система и коректора тржишног механизма. Најновије промјене и реформе улоге државе у економији Кине упућују на потребу опрезности при успостављању баланса у подјели одговорности између тржишта и државе за функционисање привредног система.

## Литература

- Васиљевић, М. (2012) : *Закони и њивреда*, Седми међународни симпозијум о корпоративном управљању, Финрар, Бања Врућица.
- Greenwood, J. Sanchez, S. M. Wang, C. (2010) “Quantifying the Impact of Financial Development on Economic Development”, NBER Working Paper no. 15893
- Ђуричин, Д. (2013): *Како остварити реиндустријализацију у Србији*, Осми међународни симпозијум о корпоративном управљању, Финрар, Бања Врућица.
- Јурчић, Љ. и Војнић, Д. (2010): *Тридесетогодишња стајнација у свјетлу наше нове економске довијести*, 18. традиционално савјетовање, Опатија, 10–12. XI.
- Маџар, Љ. (2011): *Искушења економске политике у Србији*, Службени гласник Србије, Београд.
- Маџар, Љ. (2012): *Антилиберализам у 22 слике*, Службени гласник Србије, Београд.
- Ryan, R. (2010): *Fault Lines*, Princeton University Press, New Jersey.
- Статистички годишњак СФРЈ (1991), Београд,
- Стојанов, Д. (нема године издања): *Економска криза и криза економске знаности*, Економски факултет, Ријека
- The Economist (2013), London, 12/13.

*Марко Шанић<sup>1</sup>*

*Брано Маркић<sup>2</sup>*

*Сања Бијакшић<sup>3</sup>*

## **Туризам и привредни опоравак**

### **Tourism and economic recovery**

#### **Резиме**

Сектор туризма у БиХ има позитивне трендове у свим битним показатељима раста у посљедњих десет година, међутим још увијек постоји огроман простор за даље коришћење његовог потенцијала. Са својим природним богатствима и потенцијалом за туризам на отвореном, богатом природном и културном баштином, добрим географским положајем, међународно познатим манифестацијама, изврсном гастрономском понудом по прихватљивим цијенама и статусом још увијек непознатог туристичког одређишта за главна емитивна тржишта, БиХ има све предиспозиције за изузетно успјешан туризам.

Туризам је засигурно јако значајан извор девизних средстава, те се управо из тог разлога сврстава у извозне гране које се фаворизују. За земље које су се, прије свега, издвојиле као значајне рецептивне туристичке земље на међународном туристичком тржишту, девизни прилив од туризма представља најважнију ставку прихода у платном билансу и веома снажан фактор укупног развоја привреде.

<sup>1</sup> Свеучилишна клиничка болница Мостар, [davidsantic@gmail.com](mailto:davidsantic@gmail.com)

<sup>2</sup> Свеучилиште у Мостару, Економски факултет Мостар, [branom@sve-mo.ba](mailto:branom@sve-mo.ba)

<sup>3</sup> Свеучилиште у Мостару, Економски факултет Мостар, [sanja.bijaksic@sve-mo.ba](mailto:sanja.bijaksic@sve-mo.ba)

Туризам представља изузетно важну компоненту националне економије. Сектор је чији се значај не може прецизно квантификовати управо зато што је повезан са скоро свим аспектима друштва. Једна од основних функција туризма је што директно и индиректно утиче на раст бруто домаћег производа. Упоредо са јачањем његовог економског аспекта подстиче се запошљавање, утиче на отварање нових радних мјеста што се одражава на побољшање општег животног стандарда. На јединствен начин подстиче развој неких од комплементарних дјелатности и доприноси укупном БДП-у.

**Кључне ријечи:** туризам БиХ, биланс платних трансакција, национална економија, запошљавање, бруто домаћи производ.

## Summary

*Tourist sector in BiH has positive trends in all important growth indicators in the past decade, however, the space for using further its potential is still huge. With its natural resources and potential for outdoors tourism, rich natural and cultural heritage, good geographic location, internationally known events, excellent cuisine for reasonable prices and status of a still unknown tourism destination for main tourist generating markets, BiH has all predispositions for exceptionally successful tourism.*

*Tourism is, certainly, a very important source of foreign exchange and for this reason is classified in favored export industries. For countries which, first of all, are outstanding as significant receptive tourism countries on the international tourism market, foreign exchange inflow from tourism represents the most important item of revenue in the balance of payment and a very strong factor in overall economic development.*

*Tourism is an extremely important component of the national economy. It is a sector whose importance cannot be quantified precisely since it is related to almost all aspects of the society. One of the basic functions of tourism is its direct and indirect impact on the growth of gross domestic product. Along with the strengthening of its economic aspect the employment is being encouraged, affects creating new jobs which is reflected in the improvement of general standard of living. In a unique way it encourages development of other complementary activities and contributes to the overall GDP.*

**Keywords:** tourism BiH, balance of payment, national economy, employment, gross domestic product,



## 1. Увод

Туризам је данас постао једна од значајних привредних грана у појединим земљама као и главни извор прихода милиона људи у Европи и свијету. Када се говори о одрживости туризма, то свакако подразумијева очување, али и обогаћивање културног и природног наслеђа свијета. Допринос туристичке индустрије економском развоју је све већи, што се рефлектује кроз отварање нових радних мјеста и унапређење локалног развоја.

Ови, као и многи други разлози, туризму би требали дати мјесто које заслужује нашу бригу и пажњу.

Као што можемо видјети у пракси, туризам је преузео водећу улогу у одрживом економском развоју цијелих региона. Тренутно су перспективе и потребе туризма у Европи и широм свијета огромне и изазовне са све већом конкуренцијом, повећањем потреба потрошача за специјализованим туризмом и потребом за успјешнијом праксом која поштује питања животне средине.

Туризам представља изузетно важну компоненту националне економије. Сектор је чији се значај не може прецизно квантификовати управо зато што је повезан са скоро свим аспектима друштва. Једна од основних функција туризма је што директно и индиректно утиче на раст бруто домаћег производа. Упоредо са јачањем његовог економског аспекта, подстиче се запошљавање, утиче на отварање нових радних мјеста, што се одражава на побољшање општег животног стандарда. На јединствен начин подстиче развој неких од комплементарних дјелатности и доприноси укупном БДП-у.

Код сагледавања значаја туризма за једну земљу, важно је разликовати домаћу од стране туристичке потрошње, због разлике у економским учинцима који из њих произлазе. Код домаће туристичке потрошње, ради се о прерасподјели оствареног дохотка стеченог у једној економији, док се код стране туристичке потрошње ради о прелијевању дохотка из једне економије у другу, што директно утиче на раст БДП-а. Због тога се у овом раду већи акценат ставља на приходе од страних туриста.

## 2. Трендови међународног туристичког тржишта

Још крајем прошлог вијека, међународни туризам у свијету досегнуо је изузетно високу разину. Учешће од 657 милијуна страних туриста у 1999. години и њихова укупна потрошња од 455 милијарди USA долара (Tourism Market Trends, 2006 Edition – Annex ) само су дио онога што потврђује напријед наведену чињеницу.

У расподјели међународног туризма у свијету главно мјесто припада регијама Европа, Америка, Азија и Пацифик.

Године 1999. укупан туристички промет ове три регије био је 93,1% свјетског туристичког промета. Европска регија у оквиру свјетског туризма те године заузима прво мјесто са 58,7% укупног туристичког промета. Учесће регије Америке било је на нивоу 19,3% укупног туристичког промета, док је регија Азија и Пацифик узимала 15,1% укупног туристичког промета. Остале регије, Африка са 4,2% и Средњи исток са 2,7% узеле су изузетно скромно учествовање у укупном свјетском туристичком промету (Dobre, 2005, str. 67-68).

Повољни трендови развоја међународног туризма у свијету датирају још од 1950. године, а приказани су у Табели број 1. Трендови развоја међународног туризма настављени су и у посљедњем десетљећу.

**Табела 1.**

*Међународни туристички доласци у свијету и укупна потрошња*

Година	Број страних туриста у милионима	Туристичка потрошња у милијардама USA
1950.	25,30	2,10
1960.	69,30	6,87
1965.	112,90	11,60
1970.	165,80	17,90
1975.	222,30	40,70
1980.	286,00	105,32
1985.	327,19	118,08
1990.	458,23	268,92
1995.	565,50	405,11
1999.	657,00	455,00
2000.	677,00	475,80
2005.	807,00	679,00
2010.	949,00	970,00
2011.	995,00	1.042,00
2012.	1.035,00	1.075,00

Извор: Прилагођено према: Tourism Market Trends, 2006 Edition – Annex i UNWTO Tourism Highlights, 2013 Edition,

У програмском језику R<sup>4</sup> довољно је написати неколико интуитивних наредби које омогућују визуализацију односа између броја туриста и туристичке потрошње по годинама.

Наредба (a)

> library(RODBC)

<sup>4</sup> R програмски је бесплатан и налази се на УРЛ адреси <http://r-project.org/>. Једноставно се инсталира и покретањем се учитава 20-ак стандардних пакета (за матрице, графику, линеарне моделе итд.).

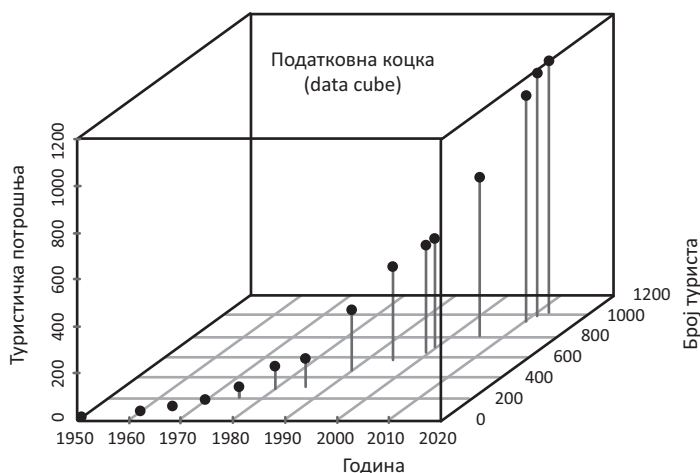
```

> library(scatterplot3d)
> conn = odbcConnectExcel("Tur.xls")
> dfT = sqlFetch(conn, "Sheet1")
> X<-dfT$Godina
> Y<-dfT$Broj_turista
> Z<-dfT$Turistička_potrošnja
> scatterplot3d(X, Y, Z, pch=16, type="h", main="Data cube", xlab="Godina",
ylab="Broj turista", zlab = "Turistička potrošnja")

```

**Слика 1.**

Туристичка потрошња и број туриста у раздобљу 1950-2012.



Извор: Истраживање аутора

Могуће је приказати и функцију тренда  $Y = -33524.28 + 17.2 * X$ , а она показује промене у броју туриста у времену за раздобље 1950-2012.

Наредба (δ)

```
> trendBT<-lm(Y~X)
```

```
> abline(trendBT)
```

```
> trendBT
```

Call:

```
lm(formula = Y ~ X)
```

Coefficients:

(Intercept)	X
-33524.28	17.12

Линија тренда која најбоље апроксимира податке из Табеле 1 је линеарна функција  $Y = -33524.28 + 17.2 * X$ , гдје је  $Y$  број туриста, а  $X$  година за коју се процјењује њихов број.

Прогноза броја туриста у годинама за раздобље 2013-2016. може се извести из једноставне функције тренда помоћу наредбе:

Наредба (ц)

```
> Y2013=-33524.28+17.2*(2013:2016)
```

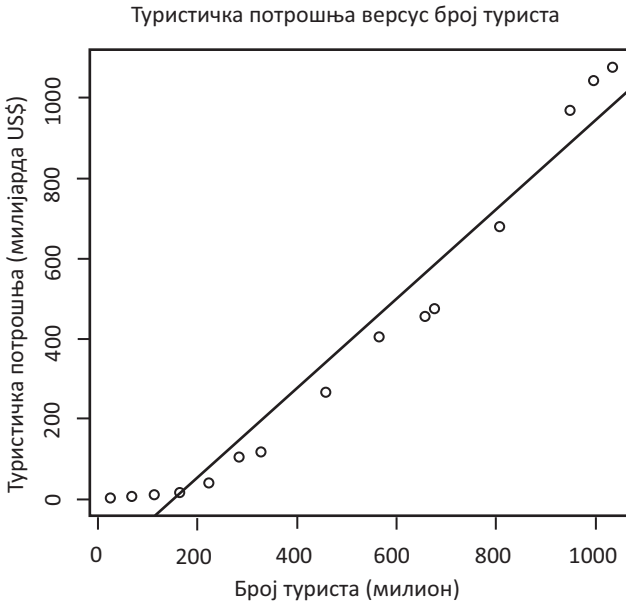
```
> Y2013
```

```
[1] 1099.32 1116.52 1133.72 1150.92
```

Нарочито је занимљива веза између броја туриста и туристичке потрошње приказана на следећој слици:

### Слика 2.

Туристичка потрошња у односу на број туриста у раздобљу 1950-2012.



Извор: Истраживање аутора

Довољно је написати двије интуитивне наредбе у језику R које визуелизују односе између нивоа потрошње и броја туриста:

Наредба (д)

```
> plot(Y,Z,main="Turistička potrošnja versus broj turista",xlab="Broj turista (milijun)",ylab="Turistička potrošnja (milijarda US$)")
```

```
> abline(trendBP)
```

Истом логиком се може приказати и линија регресије која у облику линеарне функције приказује однос између те двије варијабле:

Наредба (е)

```
> trendBP<-lm(Z~Y)
```

```
> trendBP
```

Call:

```
lm(formula = Z ~ Y)
```

Coefficients:

```
(Intercept)      Y
```

```
-163.493      1.105
```

Линија регресије која најбоље апроксимира податке из Табеле1, јесте линеарна функција  $Y = -163.493.28 + 1.105 * X$ , гдје је  $Y$  туристичка потрошња у милионима.

Прогноза туристичке потрошње на темељу прогнозираног броја туриста за раздобље 2013-2016. може се предвидјети примјеном сљедећих наредби у језику R :

Наредба (ф)

```
> T=c(1099.32, 1116.52, 1133.72, 1150.92)
```

```
> Z=-163.493+1.105*T
```

```
> Z
```

```
[1] 1051.256 1070.262 1089.268 1108.274.
```

За 2016. годину, укупна потрошња се може процијенити на 1108,274 милијарди US\$.

Период 2000-2005. карактерише пораст свјетског туристичког промета приближно 3,5% просјечно годишње, а пораст укупног туристичког прихода приближно 8,6% просјечно годишње. Такав тренд се наставља и у раздобљу 2005-2012. (UNWTO, 2013).

Предвиђања Свјетске туристичке организације за раздобље 2000-2010. су се у потпуности остварила, те њихова предвиђања за 2020. и 2030. годину (приказана у Табели 2) укупних туристичких долазака, могу се сматрати реалним.

**Табела 2.**

*Предвиђања Свјетске туристичке организације у укуним туристичким доласцима у 2020. и 2030. години*

Р.бр.	Регија	Укупни туристички доласци у милионима 2020.	Укупни туристички доласци у милионима 2030.
1	Свијет	1360	1809
2	Европа	620	744
3	Азија и Пацифик	355	535
4	Америка	199	248
5	Африка	85	134
6	Средњи исток	101	145

Извор: UNWTO Tourism Highlights, 2013 Edition,

Пораст мобилности туриста је глобално обиљежје. Та чињеница је изазов туристичким субјектима и они се морају прилагодити захтјевима растуће туристичке потражње.

Иако је већ у протеклом раздобљу туристичког развоја у међународном туризму настао велик број концентрисаних предузећа, може се закључити да је глобализација у туризму појава новијег датума, позната као мегатренд савременог туристичког тржишта (Pavlić, 2004, str. 215).

На страни туристичке потражње долази до структурних измјена туристичких потреба, а носиоци туристичке понуде имају тенденцију интеграције, те тежећи већој конкурентности све више се одлучују за придруживање свјетским групацијама.

Дугорочне промјене, већ данас, а нарочито ће то бити у будућности, дају туризму сасвим ново свјетло и самим тим проширују, квантитативно и квалитативно, његов садржај.

### **3. Основне функције туризма и његови економски утицаји на привреду**

Многобројне су функције које карактеришу савремени туризам. Оне су у значајној мјери и повезане, тако да можемо говорити о функционалној повезаности, односно широком дјеловању туризма на привредни и друштвени живот.

У литератури наилазимо на неколико различитих систематизација функција туризма.

Функције туризма дијеле се на: (Pirjevec i Kesar, 2002, str.158-160)

- конверзијска функција (способност туризма у претварању непривредних ресурса у привредне),

- индуктивна функција (квантитативно и квалитативно кретање укупне производње усмјерене на потребе туризма),
- мултипликативна функција (прелијевање бруто вриједности из дјелатности у дјелатност, покрећући нове привредне активности),
- акцелераторска функција (туризам развија одређена подручја брже од других привредних дјелатности),
- извозна функција (знатан извор девизних средстава),
- функција уравнотежења робно – новчаних односа (велик пласман робе и услуга, те прилив великих количина новца у националну привреду),
- функција потицања развоја неразвијених подручја (развој привредних активности туризма на природним ресурсима која другим секторима није пословно занимљива)
- функција запошљавања (запошљавање радне снаге с недовољним квалификацијама, женске радне снаге, запошљавање у приватном сектору).

Надаље, функције туризма могуће је подијелити на: (Dobre, 2005, str.53)

- примарне или економске функције (утицај туризма на привреду, на друштвени производ и национални доходак, на платни биланс, на запошљавање, на бржи развој неразвијених подручја),
- посљедичне или некономске функције (здравствена, забавна, културна, социјална и политичка функција)

Још прије 70-ак година теоретичари Хунзикер и Крапф појаснили су утицај туризма на националну економију. Успјели су доказати како зависно од улазних и излазних туристичких токова, туризам може имати и позитивне, али и негативне ефекте на обим националног дохотка. Туризам утиче на прерасподјелу националног дохотка у свјетским оквирима, али такође и на прерасподјелу дохотка међу секторима и компанијама на нивоу националне економије (Sharpley & Telfer, 2002, pp.89-90). Тако се, још од тада многи теоретичари баве анализом различитих економских утицаја туризма на националну економију. Темељ за анализу и спознају економских утицаја туризма на националну економију јесте, свакако, туристичка потрошња. Савремена економска теорија у истраживању утицаја и доприноса туризма привредном развоју увијек полази од туристичке потрошње, јер као “резултат ове потрошње настају одређени економски ефекти на привреду, како земље и подручја из којих туристи долазе тако и оних земаља и места која туристи посећују (Унковић и Зечевић, 2006, стр.39).

У домаћој и страној литератури могу се наћи различите класификације за сагледавање економских ефеката туризма на привреду. Једна од најчешће коришћених у домаћој литератури јесте подјела на директне и индиректне

ефекте на привреду (Унковић, Зечевић 2006, стр. 39). Према овој подјели се као најважнији директни утицаји туризма на привреду наводе:

- утицај на друштвени производ и национални доходак,
- утицај на развој привредних дјелатности туристичке привреде,
- утицај на платни биланс,
- утицај на запосленост становништва,
- утицај на инвестиције (инвестициону активност и структуру инвестиција) и
- утицај на бржи развој недовољно развијених земаља и подручја.

Када говоримо о индиректним утицајима туризма на привреду, у првом реду мислимо на чињеницу како новчана средства која се троше у некој земљи узрокују активности у дјелатностима које су посредно повезане с туризмом у тој земљи (индустрија, грађевинарство, пољопривреда и сл.).

Код мултипликативних утицаја, потрошња новчаних средстава коју остваре страни туристи има дјеловање на тај начин да су таква средства додатна средства која имају умножене ефекте на националну економију. У наставку ће се покушати образложити неки од најзначајнијих и најчешће спомињаних директних економских ефеката туризма на привреду.

### **3.1. Утицај туризма на друштвени производ и национални доходак**

Теоретичари се углавном слажу како туризам није тај који ствара друштвени производ и национални доходак, али туристичка потрошња и посредно и непосредно утиче на друштвени производ и национални доходак.

Посредни утицај туристичке потрошње на друштвени производ и национални доходак огледа се у потицању развоја области материјалне производње која је у улози добављача туристичке привреде, док се непосредни утицај огледа у прелијевању дохотка из других земаља. Непосредан утицај туризам остварује преко промета страних туриста преко кога се, посредством остварене иностране туристичке потрошње, врши директно прелијевање иностране акумулације у туристичке дестинације и привреду посјећене земље. То је разлог велике заинтересованости земаља за развој иностраног туризма и његова кључна предност у односу на домаћи туризам.

Како је туризам услужна дјелатност, он не ствара материјална добра, а самим тим ни друштвени производ у смислу како га на примјер ствара нека производа дјелатност. Ако се ради о домаћем туризму, онда на дјелу имамо прерасподјелу дохотка са једног на друго подручје унутар државе.

Ако се, пак ради о иностраном туризму, онда финансијска средства које уносе странци имају директни утицај на повећање друштвеног производа



и националног дохотка. Тај доходак створен негдје вани и путем туризма прелијева се у нашу економију.

Основно настојање у привреди јесте да се оствари већи извоз од увоза, па тако и у туристичкој привреди.

### 3.2. Утицај туризма на платни биланс

У литератури се неријетко наводи како се утицај туризма на националну економију првенствено осјети кроз платни биланс земље, те како је ово једна од најзначајнијих економских функција туризма.

Туризам је сигурно јако значајан извор девизних средстава, те се управо из тог разлога сврстава у извозне гране које се фаворизују. За земље које су се, пре свега, издвојиле као значајне рецептивне туристичке земље на међународном туристичком тржишту, девизни прилив од туризма представља најважнију ставку прихода у платном билансу и веома снажан фактор укупног развоја привреде. Туристички биланс у ужем смислу може се дефинисати као дио платног биланса земље, који, на страни активе, обухвата све приходе који се реализују од иностраних туриста (“невидљиви” извоз), а на страни пасиве све издатке везане за путовање домаћег становништва у иностранство (“невидљиви” увоз) (Dobre, 2005, str. 57). Пожељна је позитивна разлика између “невидљивог” увоза и “невидљивог” извоза. Управо она јача платни биланс земље и омогућава располагање девизним средствима за побољшање њеног укупног платног биланса. Ова специфична врста извоза има неке предности у односу на класични извоз робе и услуга: (Sharples & Telfer, 2002, pp. 89-90).

- Нека роба која је тешко или никако предмет размјене у оквиру међународне трговине као што су природне и културне или социјалне атрактивности земље, може бити вредноване кроз туризам.
- Неки производи су “извезени” тако што су продати страним туристима који су посјетили земљу.
- Извоз путем продаје страним туристима резултира високим профитом, не само због виших цијена, него и због чињенице да су у овом случају и трошкови нижи.
- Неки кварљиви производи који се продају туристима у земљи, могу једноставно да не одговарају за извоз због недовољно развијене инфраструктуре и управљања извозним токовима.

Имајући на уму ове предности, туризам се сматра као релативно јефтин, а лак начин зараде девизних средстава неопходних за инвестирање у развој. Данас, када су многе земље свијета суочене са проблемима дефицита платног биланса, међународни туризам може помоћи у смањењу тих проблема

и допринијети осигурању финансијских ресурса потребних за економски и друштвени развој.

### 3.3. Утицај туризма на запосленост

Развој туризма у одређеном подручју пружа значајне могућности за запошљавање како у туристичкој дјелатности, тако и у дјелатностима које прате туристичку привреду.

У туризму се запошљавају радници различитих струка и степена стручности (од куvara, конобара и собарица, до менаџера и врхунских специјалиста).

Ипак, овдје је присутан један специфичан проблем који баш и није честа појава у другим привредним дјелатностима.

Сезонски карактер туристичког пословања подразумијева потребу додатног запошљавања сезонске радне снаге која за туристичку привреду ствара одређене проблеме:

- потешкоће у проналаску квалификоване радне снаге у одређеном временском раздобљу;
- туристички пословни процес у сезони одвија се непрекидно током цијелог дана, те на тај начин ствара проблеме као што су продужени рад, ускраћивање потребног одмора и сл., а на крају, по правилу, резултира конфликтним ситуацијама, професионалним болестима и другим поврећајима;
- мотивација сезонских радника врло је упитна самим тим што након сезоне напуштају привремено запослење.

Развој туризма као дјелатност која је високо радно-интензивна могла би у значајнијој мјери повећати запослености и тако допринијети решавању дијеле проблема незапослености, који у данашње вријеме постаје један од највећих проблема многих економија.

Када се говори о утицају туризма на запосленост, најчешће се спомињу двије врсте запослености: директна запослености и индиректна запосленост.

Директна запосленост односи се на запосленост у дјелатностима које су директно повезане и зависе од туризма, те индиректна запосленост која се односи на запосленост у дјелатностима које су посредно повезане са туризмом и остварују значајне користи од њега.

Туризам се сматра индустријом која нуди најбоље могућности за економски раст и креирање запослености. Међутим, улога и утицај туризма на запослености, а тиме и сам развој, варира значајно према обиму, карактеру и степену развоја и релативне важности туристичке индустрије у појединачној земљи или дестинацији.

Позитиван утицај туризма на запосленост је, као и остали позитивни економски ефекти, израженији су код групе земаља које се истичу као значајно рецептивне туристичке земље. Ако узмемо Хрватску, као нама ближи примјер, учешће запослености у дјелатности хотели и ресторани у укупној запослености је у 2005. години, на основу спроведеног анкетног истраживања о радној снази, износило је 5,4%, док је тај проценат учешћа у истој години у Кипру износио 8,3%, у Малти 7,4%, у Шпанији 7,1%, у Грчкој 6,9% итд. (Vizek, 2008, str.58).

#### **4. Утицај туристичке индустрије на привреду Босне и Херцеговине**

Сектор туризма у Босни и Херцеговини има позитивне трендове у свим битним показатељима раста у посљедњих десет година, међутим још увијек постоји огроман простор за даљње коришћење његовог потенцијала. Са својим природним богатствима и потенцијалом за туризам на отвореном, богатом природном и културном баштином, добрим географским положајем, међународно познатим манифестацијама, изврсном гастрономском понудом по прихватљивим цијенама и статусом још увијек непознатог туристичког одређишта за главна емитивна тржишта, Босна и Херцеговина има све предиспозиције за изузетно успјешан туризам.

Једно од кључних питања за процјену стварног потенцијала овог сектора је недостатак релевантних и међународно признатих и стандардизираних статистичких података, што је и главни разлог за проблеме који се односе на утврђивање утицаја и важности сектора туризма за цјелокупну босанскохерцеговачку економију. Успркос томе, постоји једногласан консензус свих заинтересованих страна у вези са потенцијалом туристичког сектора. Такође је препознато да постоји неколико области које могу бити драстично побољшане, чиме би се створила основа за успјешно остваривање пуног капацитета сектора туризма у будућности.

USAID је кроз пројекат FIRMA (*Fostering Interventions for Rapid Market Advancement*) у фебруару 2013. године сачинио студију Изгледи босанскохерцеговачке индустрије у 2013. години - Сектор туризма. Ова студија, поред осталог, даје кључне показатеље туризма у БиХ кроз одређене анализе.

Прва анализа јесте анализа долазака и ноћење туриста у Босни и Херцеговини у периоду 2000 – 2011. гдје се истиче како је сектор туризма још увијек у раној фази развоја мјерено према службеним подацима који приказују његов удио у БДП-у БиХ и запошљавању у смислу укупног прихода и броја туристичких долазака/ноћења у земљи.

Према подацима Агенције за статистику БиХ, укупни службени број туристичких долазака у 2012. години достигао је 747.827, док број ноћења износи преко 1,6 милиона. У 2013. за првих 9 мјесеци остварено је 653.991 туристичких долазака са преко 1,4 милиона ноћења.

**Табела 3.**

*Доласци и ноћења туриста у БиХ у периоду 2008-2013.*

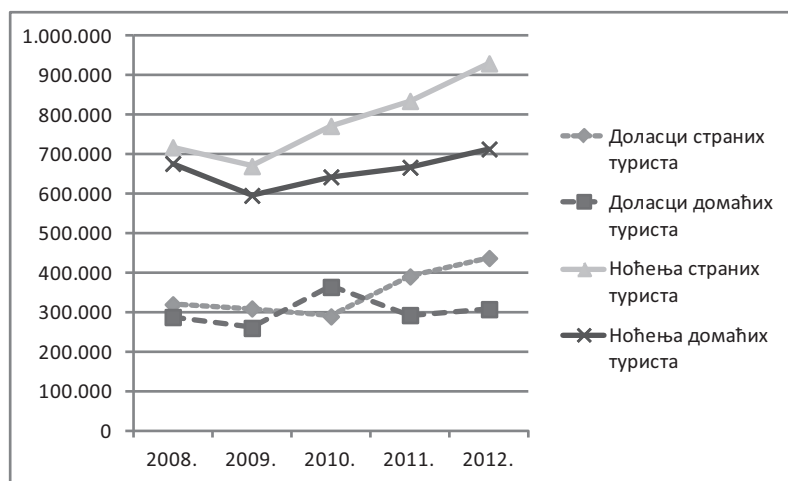
Година	Доласци страних туриста	Доласци домаћих туриста	Ноћења страних туриста	Ноћења домаћих туриста
2008.	321.511	289.306	718.750	677.735
2009.	310.942	261.692	671.128	597.045
2010.	290.879	365.454	772.754	643.937
2011.	391.945	294.203	836.005	668.200
2012.	438.585	309.242	931.081	714.440
2013.	421.511	232.480	890.261	537.732

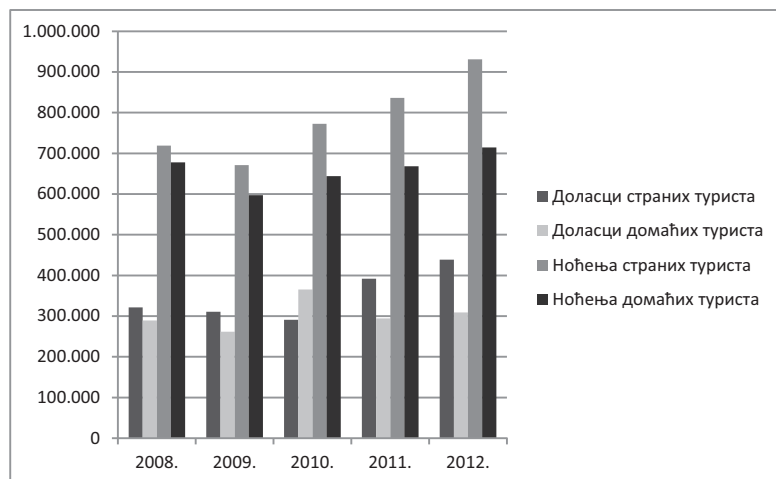
Извор: Прилагођено према: Агенција за статистику БиХ

Када пак погледамо период 2008 – 2013 (Табела 3) можемо примјетити како је и у погледу туристичких долазака, али у погледу остварених ноћења присутан тренд раста, изузев изразито рецесијске 2009. када је остварен пад долазака од 6,3% и пад остварених туристичких ноћења од 9,2%. Тренд раста и по туристичким доласцима и по оствареним туристичким ноћењима настављен је и у периоду 2010- 2013.

**Слика 3.**

*Хисторограм и дијаграм броја доласка домаћих и страних туриста у БиХ у периоду 2008-2012.*





Извор: Истраживање аутора

Функција тренда која добро апроксимира податке је:

Број ноћења =  $34.143 \cdot X^2 - 131.46 \cdot X + 1464.6$ , при чему је коефицијент детерминације  $R^2 = 0.8994$ .

Сада се могу прогнозирати бројеви ноћења (у хиљадама) за следеће четири године примјеном наредбе:

Наредба (г)

```
> X<-c(6:9)
```

```
> brojNocenja=34.143*X^2-131.46*X+1464.6
```

```
> brojNocenja
```

```
[1] 1904.98 (2013. година) 2217.38 (2014. година) 2598.07 (2015. година)
3047.04 (2016. година)
```

```
conn = odbcConnectExcel("Turist.xls")
```

```
dfTb = sqlFetch(conn, "Sheet4")
```

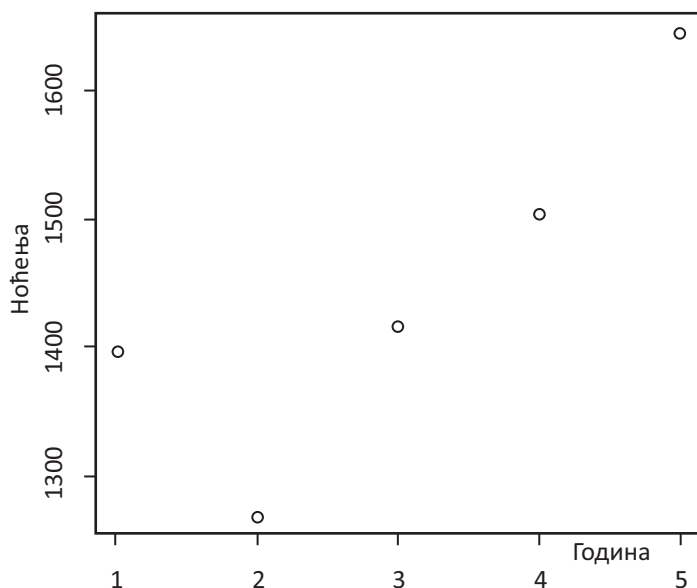
```
Godina<-dfTb$Godina
```

```
Nocenja<-dfTb$Noćenja
```

```
plot(Godina,Nocenja)
```

**Слика 4.**

Пројноза ноћења у хиљадама за период 2012 – 2016.



Извор: Истраживање аутора

Потребно је нагласити да службени статистички подаци о укупном броју долазака и ноћења представљају само формално евидентиране показатеље туристичког сектора, те да још увијек постоји снажан неформални дио туристичког сектора који, уколико се укључи, значајно мијења свеукупну анализу туристичког сектора набоље.

Ово је врло добро приказано у истраживању које је проведено 2007. године, под називом “Процјена туристичких посјета БиХ”, *USAID Cluster Competitiveness Activity (CCA)*, у којој је јасно указано на огроман јаз који постоји између службених статистика и стварних бројки које се односе на укупне посјете и ноћења страних туриста на годишњем нивоу. У оквиру овог истраживања израђена је методологија на темељу конзервативних претпоставки у циљу одређивања реалнијих бројки које се односе на посјете страних туриста. Методологијом су обухваћене главне категорије страних туриста који су искључени из службених статистика, попут туриста из дијаспоре, туриста излетника, те туриста који користе нерегистровани смјештај, као што су пансионери или хостели. Резултати истраживања показују да је стварни број долазака страних туриста на годишњем нивоу био неколико пута већи него што то показују службене статистике.

**Табела 4.**

Пројена броја туристичких долазака у БиХ у 2006.

Категорије туриста	Процијенени доласци
Страни туристи у комерцијалном смјештају	600.000,00
Дневни излетници	490.000,00
Дијаспора	498.000,00
Укупно	1.588.000,00

Извор: Прилагођено према: Агенција FIPA

Коначно, све ово наводи на закључак како је укупан број туристичких посјета Босни и Херцеговини скоро четири пута већи него што је наведено у службеним статистичким подацима.

На примјер, процијенује се да само вјерски туризам као један од видова туризма привлачи скоро милион туриста сваке године у Маријанско светиште Међугорје у Херцеговини, те како је само мали дио ових долазака и ноћења уврштен у службене статистичке податке.

То у стварности значи да службено доступни подаци у значајној мјери потцјенују укупни утицај и важност туристичке индустрије у БиХ.

WTTC, као једна од водећих туристичких организација, је такође изрдила властиту методологију за процијену стварног економског утицаја туризма кроз тзв. директни, индиректни и индуцирани утицај туризма. Кроз своје годишње извјештаје, WTTC указује на важност сектора путовања и туризма не само по основу његовог директног утицаја на цјелокупну економију неке земље, већ и по основу његовог индиректног утицаја. Одјељење за статистику УН-а одобрио је методологију *саићелијској рачуноводсћива иуризма*, на основу које се квантификује само директни допринос индустрије, док WTTC препознаје да је укупни утицај овог сектора много већи, те је у својим годишњим истраживањима, усмјерен на приказивање индиректног и индуцираног утицаја овог сектора.

Сходно томе, постоји и годишњи извјештај за БиХ у којем WTTC даје неке основне податке о утицају босанскохерцеговачког туризма на њену привреду: (WTTC, 2012)

- Директан допринос туризама у БДП-у 2011. је 533,4 милиона КМ (2,0 % БДП-а) а прогноза је како ће у 2012 порастати за 1,8% - 542,9 милиона КМ.
- Очекивања су како ће директан допринос туризама у БДП-у растати за 5,9 % годишње, те ће у 2022. достићи ниво од 963,7 милиона КМ (2,2% БДП-а).

- Туризам директно генерише 21.000 радних мјеста у 2011. (1,8 % од укупног броја запослених ), а прогноза је како ће остати на истом нивоу у 2012.

Нешто што је много важније за привреду Босне и Херцеговине, јесте да укупни допринос сектора туризма подразумемијева и његов индиректни и индуковани утицај на економију.

Индиректни допринос укључује БДП и нова радна мјеста, повезана са потрошњом инвестиција у сектору туризма, што подразумемијева инвестиционе активности попут куповине новог авиона и изградње нових хотела, док се под “колективном” потрошњом подразумемијева потрошња у име “заједнице у цјелини”, а то укључује туристички маркетинг и промоцију, авијацију, управу, безбједносне службе, комуналне услуге у оквиру одмаралишта и слично.

Индуковани допринос БДП-у и отварању повезаних нових радних мјеста процјењује се на основу потрошње оних који су директно или индиректно запослени у сектору туризма и путовања.

Према службеним статистичким подацима, очигледно је да посљедњих година посјете и ноћења страних туриста у БиХ показују снажнији позитивни тренд са просјечном двоцифреном стопом раста, док посјете и ноћења домаћих туриста током посљедњих пет година показују знакове стагнације. Надаље, укупни број посјета страних туриста чини више од 50% (55% у 2012. години) свих туристичких посјета у БиХ. Више од 60% свих посјета страних туриста отпада на туристе из 10 земаља, при чему је само једна од њих земља изван Европе (САД, на десетом мјесту). Сусједне земље, Хрватска и Србија, имале су доминантан удио (27%) у укупном броју посјета страних туриста у 2012. години, а заједно са Словенијом, која је традиционално усмјерена на БиХ као своје важно извозно тржиште, ове три земље чине значајних 40% удјела свих посјета страних туриста.

Друге три земље, Италија, Турска и Пољска, биљеже развој снажног и стабилног тренда годишњег раста посјета у протекле три године. Слична структура главних извозних тржишта, такође се огледа и у показатељу ноћења страних туриста у БиХ. Истих 10 земаља и даље доминира као главно тржиште, а то нас доводи до значајног закључка да је просјечан боравак гостију у БиХ на веома ниском нивоу, тек нешто изнад два дана по госту.

Иако је овај позитивни тренд броја посјета сталан, просјечни боравак је и даље на релативно истом нивоу, а то указује на неспособност главних актера у босанскохерцеговачком туристичком сектору да израде програме и наведу стране госте да остану дуже у БиХ. Ипак, на овакав незадовољавајући учинак актера из приватног сектора снажно утиче, чак га и условљава, недостатак јавне стратегије и улагања у развој туристичког производа, те



недостатак промоције и маркетинга на међународним тржиштима у циљу привлачења потенцијалних гостију. Ово треба нагласити као кључни дугорочни стратешки циљ за сектор са директним позитивним импликацијама на пораст прихода и запошљавања у сектору.

Земље из региона – Хрватска, Србија, Словенија, Црна Гора и Македонија традиционално су оријентисане и проглашене важним стратешким гостима за туризам БиХ и чине више од 43% свих долазака и више од 41% свих ноћења страних туриста у БиХ. Овде још једном треба нагласити да подаци који слиједе садрже само службено пријављени број долазака и ноћења страних туриста.

**Табела 5.**

*Десећ највећих емисијивних тржишта БиХ туризма у 2012.*

Држава	Туристички доласци	Туристичка ноћења
Хрватска	72.587	150.814
Србија	57.380	121.639
Словенија	39.949	69183
Турска	32.502	58.968
Пољска	27.017	75.009
Италија	26.137	56.001
Њемачка	19.581	38.968
Француска	10.141	22.399
САД	9.743	20.887
Црна Гора	7.474	18.384

Извор: Прилагођено према: Агенција за статистику БиХ,

Када је ријеч о смјештајним капацитетима, више од 75% су категоризовани као хотели и мотели, иако постоји знатан број других објеката у зони сиве економије, који би, у случају да буду уврштени у анализу, значајно повећали структуру расположивих објеката. Готово 90% свих регистрованих посјета и 83% свих ноћења остварено је у хотелима и мотелима. Постоји стални тренд отварања нових објеката у свим кључним дестинацијама широм БиХ, без обзира на недостатак приступа финансирању од стране банака и јавних инвестиција. Према службеним подацима, од преко 1,6 милиона посјета у 2012. години, у БиХ је службено забиљежено само 15% попуњености укупних смјештајних капацитета. Ово је изузетно низак ниво искоришћености, недовољан да покрије основне оперативне трошкове, што указује на то да попуњеност мора бити већа.

**Табела 6.**

Долазак и ноћења туриста у БиХ према врсти смјештајних капацитета у 2012.

Врста смјештајних капацитета	Туристички доласци	Туристичка ноћења
Хотели	610.115	1.282.622
Мотели	59.495	100.150
Пансионери	22.410	41.644
Домаћинства	5.061	7.527
Одмаралишта	50.746	213.578
Укупно	747.827	1.645.521

Извор: Прилагођено према: Агенција за статистику БиХ,

Неке незваничне статистике и анкете показују да је стопа виша од 60%. Стога се још једном скреће пажња на хитну потребу за стандардизованим статистичким подацима како би се измјерила стварна снага сектора туризма и његов утицај на цјелокупну босанскохерцеговачку економију.

**5. Закључак**

Битно је да земље које имају потенцијал и ресурсе за развој туризма и желе да га искористе за свој бржи привредни развој имају у виду следеће:

Однос туризма и привредног развоја карактерише висок степен корелације, те се туризам због својих бројних позитивних ефеката на цјелокупну привредну активност може искористити као фактор бржег привредног развоја.

Утицај туризма на привредни развој конкретно се остварује преко утицаја туристичке потрошње и инвестиција намијењених туризму, на општу привредну активност и учешће у стварању друштвеног производа. Инвестиције у туризам су важна претпоставка за могућности које он пружа као елемент развојне политике.

Ефикасније коришћење туристичких потенцијала се не може постићи само посједовањем природних, културних и амбијенталних ресурса, већ је нужно континуирано инвестирати у инфраструктуру, кадар, постојеће капацитет и сл.

Када је ријеч о процјени потреба у области туризма у Босни и Херцеговини, недостатак адекватне статистике у туризму даје нереалну слику о количини новца потрошеног директно у туристичком сектору, као и у многим секторима којих се дотиче. Због овога није могуће с високом поузданошћу дефинисати кључне проблеме у овој области, нити имати увид у све позитивне помаке који се догоде послје одређених афирмативних акција. Имајући у виду горе наведено, јасно је да се намеће потреба регу-

писања области статистике туризма кроз законске оквире који ће бити и у складу са међународним прописима, те имати регулативу како на нивоу државе, тако и на нивоу ентитета. У овој области важан је и појам “статистике смјештаја”, који за основни циљ и предмет истраживања има пружање информација потребних за мјерење сезонских утицаја понуде и потражње туристичких смјештајних капацитета.

Уопштено, у овој области је неопходно и даље истрајавати на дефинисању механизма који ће омогућити прикупљање што прецизнијих квалитативних и квантитативних података на основу којих ће се моћи даље развијати посебни сегменти у области туризма. Такође, нужно је и даље усклађивање са препорукама EUROSTAT-а.

## Литература

- Antunac, I. (2002). Mit o deviznoj potrošnji inozemnih turista. *Ekonomski pregled*, 53 (3-4).
- Dobre, R. (2005). *Osnove turizma (teorija i praksa)*. Šibenik: Visoka škola za turistički menadžment
- Pavlić, I. (2004). Suvremene tendencije u razvoju svjetskog turizma i globalizacijski procesi. *Naše more*.
- Pirjevec, B. i Kesar, O. (2002). *Počela turizma*. Zagreb: Mikrorad.
- Sharpley, R. & Telfer, D. J. (2002). *Tourism and development: concepts and issues*. Channel View Publications.
- Ункових, С., Зечевић, Б., (2006). *Економика туризма*. Економски факултет: Београд.
- Vizek, M. (2008). Analiza odrednica hrvatskog turističkog sektora. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 18.
- USAID. (2007). *Procjena turističkih posjeta BiH*. Cluster Competitiveness Activity (CCA). Preuzeto 10.01.2014. sa: [http://www.fipa.gov.ba/publikacije\\_materijali/brosure/TOURISM.SECTOR.24.05.2013.pdf](http://www.fipa.gov.ba/publikacije_materijali/brosure/TOURISM.SECTOR.24.05.2013.pdf)
- Agencija za statistiku BiH. (2009). *SAOPŠTENJA*, I-VI,12. Preuzeto 10.01.2014. sa: [http://www.bhas.ba/?option=com\\_saopstenje&cbgodina\\_saopstenja](http://www.bhas.ba/?option=com_saopstenje&cbgodina_saopstenja)
- Agencija za statistiku BiH. (2013). *SAOPŠTENJE*, VII, 9. Preuzeto 10.01.2014. sa [http://www.bhas.ba/?option=com\\_saopstenje&cbgodina\\_saopstenja](http://www.bhas.ba/?option=com_saopstenje&cbgodina_saopstenja)
- USAID. (2013). *FIRMA (Fostering Interventions for Rapid Market Advancement): Izgledi BH. industrije u 2013.godini – Sektor turizma*. Preuzeto 10.01.2014. sa: <http://www.firmaproject.ba/ba/sectors/sector.aspx?id=311>
- UNWTO. (2013). *Tourism Highlights, Edition*. Preuzeto 10.01.2014. sa: [http://dtxtq4w60xqpw.cloudfront.net/sites/all/files/pdf/unwto\\_highlights13\\_en\\_hr.pdf](http://dtxtq4w60xqpw.cloudfront.net/sites/all/files/pdf/unwto_highlights13_en_hr.pdf)
- Tourism Market Trends*. (2006). Preuzeto 10.01.2014. sa: [http://www.unwto.org/facts/eng/pdf/historical/ITA\\_1950\\_2005.pdf](http://www.unwto.org/facts/eng/pdf/historical/ITA_1950_2005.pdf)
- WTTC. (2012). *Economic Impact 2012, BiH*. Preuzeto 10.01.2014.g. sa [http://www.wttc.org/site\\_media/uploads/downloads/bosnia\\_herzegovina2012.pdf](http://www.wttc.org/site_media/uploads/downloads/bosnia_herzegovina2012.pdf)



Миленко Крајишник<sup>1</sup>

Далибор Томаш<sup>2</sup>

## Утицај спољне трговине на привредни раст Републике Српске

### The Effect of foreign trade on economic growth in the Republic of Srpska

#### Резиме

*Још од Адама СмиѠа (Adam Smith), научници улажу оѠромне наѠоре да исѠираже и докажу односе и законѠитосѠи између сѠољне ѠрѠовине и економскоѠ расѠта. Заједничко за сва досадашња исѠираживања јесте да не ѠосѠоји ѠоѠѠуна саѠласносѠ о дирекѠној, ѠозиѠивној условљеносѠи сѠољне ѠрѠовине и економскоѠ расѠта, али највеѠи број исѠираживања доказује ѠосѠојање сѠаѠѠисѠички значајне, дирекѠне ѠовезаносѠи. Поседна Ѡажња Ѡосвећена је анализи уѠицаја сѠољне ѠрѠовине на земље у развоју, ѠрвенсѠивено као канала за увоз нових ѠехнолоѠија, чиме је доказивано да расѠ увоза не мора увијек да има неѠаѠиван уѠицај на економски расѠ, већ може да уѠице и на расѠ ѠродукѠивносѠи, односно, Ѡосредно, и на укуѠан економски расѠ земље увознице.*

*ИсѠираживање уѠицаја сѠољне ѠрѠовине на економски расѠ добија Ѡоседан значај након 2008. Ѡодине, односно након уѠицаја свјеѠске економске кризе, јер мале, оѠворене Ѡривреде, као шѠо је и Ѡривреда Републике СрѠске,*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, milenko.krajisnik@efb.org

<sup>2</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, dalibor.tomas@efb.org

свој “замајац” развоја виде у расту извоза, кроз ојоравак развијених земаља и на тај начин додатојној расту иностране изражње.

Збој тога смо у раду жељели да истражимо значај сјољне трговине на економски раст Републике Српске, да извршимо анализу сјољно-трговинске размјене Републике Српске како би утврдили слабости њене родне структуре и односе са водећим сјољно-трговинским партнерима, те да истражимо међусобну, квантитативну повезаност сјољне трговине и друго домаћеј производу Републике Српске.

Сумирајући резултате истраживања, закључили смо да је сјољна трговина веома значајна за привредна кретања у Републици Српској, односно да је значај сјољне трговине за привредни развој Републике Српске веома висок. Међутим, ипосредно је радији на смањењу сјољно-трговинској дефицита, привремено кроз повећање извоза и побољшање његове родне структуре, те кроз селективно смањење увоза. Прије свега тога, неопходно је извршити промјену привредне структуре и значајно повећати конкурентност домаћих произвођача.

**Кључне ријечи:** сјољна трговина, привредни раст, привредна структура, Република Српска, рејесиона и корелациона анализа.

## Summary

Ever since Adam Smith the scientists have been investing enormous efforts to explore and prove relationships between the foreign exchange and economic growth. One thing in common to all researches so far is that there is no complete agreement on a direct, positive inter-relation between the foreign exchange and economic growth. However, the major number of researches confirm the existence of the statistically significant, direct relation. The special attention is paid to the analysis of the influence of the foreign trade to the developing countries, principally as a channel for the import of new technologies by which it has been proven that the growth of the import does not have to have necessarily a negative impact to the economic growth but it may also impact the productivity growth, i.e. indirectly the total economic growth of the country of import.

The research of the influence of the foreign trade to the economic growth becomes even more relevant after year 2008, i.e. after the world economic crisis as small, open economies, such as the Republic of Srpska see its “development drive” in the growth of the export through the consolidation of the developed countries and thus additional growth of the foreign demand.

That is why in our paper we have tried to explore the relevance of the foreign trade to the economic growth of the Republic of Srpska, to analyse the foreign trade

*exchange of Republic of Srpska in order to determine the weaknesses of its commodity structure and the relations with the leading foreign trade partners as well as to explore the interrelated, quantitative relation between the foreign trade and the GDP of Republic of Srpska.*

*Summarizing the results of our research we have come to a conclusion that the foreign trade is very relevant for the economic movements in the Republic of Srpska, i.e. the relevance of the foreign trade for the economic development of Republic of Srpska is very high. However, it is necessary to work on the decreasing of the foreign trade deficit through the increase of the export and the improvement of its commodity structure as well as through the selective decreasing of the import. Before all this, it is necessary to undertake the change of economic structure and considerably increase the competitiveness of the domestic producers.*

**Key words:** *foreign trade, economic growth, economic structure, Republic of Srpska, regression and correlation analysis.*

## **1. Међузависност спољне трговине и економског раста**

Проблемом повезаности спољне трговине и привредног раста бавили су се и најпознатији свјетски економисти, као што су Пол Ромер (Paul Romer), Роберт Лукас, (Robert Lucas), Грегори Манкју (Gregory Mankiw) и други, који су поред испитивања утицаја повећања обима и промјене структуре спољне трговине на убрзавање привредног раста, често анализирали и сам утицај законске регулативе, институција и трговинске политике на обим размјене, отвореност и економски раст.

Од дискусије Адама Смита о специјализацији и величини тржишта, преко дебата о предностима и недостацима увозне супституције и извозно оријентисаног раста до рецентних радова о ендегеном технолошком прогресу улажу се велики напори да се открије природа односа трговине и раста (Николић, 2005, стр. 146).

Међутим, као заједничко за сва досадашња истраживања можемо рећи да, иако не постоји потпуна сагласност научника о директној, позитивној условљености спољне трговине и привредног раста, ипак највећи број студија указује да постоји статистички значајна повезаност и утицај, али који није увијек, у свим околностима и у свакој земљи исти.

Потреба за индустријализацијом земаља у развоју, након стицања независности колонија, довела их је у дилему да ли изабрати индустријализацију путем супституције увоза или индустријализацију која је оријентисана на извоз.

Стратегија индустријализације путем супституције увоза има три основне предности:

- тржиште за индустријске производе већ постоји, што се види по њиховом увозу, па је смањен ризик подизања индустрије са циљем замјене увоза;
- за земље у развоју лакше је да заштити домаће тржиште од увозне конкуренције него да траже од развијених земаља да обарају баријере трговини њиховим извозним индустријским прерађевинама;
- страним фирмама даје се подстицаја оснивају такозване царинске фабрике да би премостиле царински зид земаља у развоју.

Насупрот овим предностима, постоје и сљедеће неповољности:

- домаће индустрије могу да расту, привикнуте на заштиту од иностране конкуренције и без подстицаја да постану ефикасне;
- супституција увоза може довести до неефикасности индустрија јер им ограниченост домаћег тржишта у многим земљама у развоју не дозвољава коришћење предности које даје економија обима;
- након што је увоз једноставних прерађевина замијењен домаћом производњом, са порастом капиталне интензивности и технолошког нивоа увоза, који мора да замијени домаћа производња, супституција увоза постаје све више сложена и скупа (Салваторе, 2009, стр. 407.).

И управо за педесете и шездесете године XX вијека карактеристична је политика увозне супституције, која је своје упориште налазила на успјешним примјерима Њемачке, Велике Британије и Јапана са краја XIX вијека. Ова политика је представљала средство промовисања економског раста, с циљем спречавања негативних ефеката који би услједили због повећане конкуренције.

Међутим, увозна супституција је релативно брзо довела до раста производње само једноставнијих индустријских производа, уз превелику тражњу технолошки интензивнијих производа, а покушаји да се мјерама фискалне и монетарне политике ублаже постојећи проблеми, само су довели до инфлације, прецијењености валуте и успоравања раста.

Поучене негативним искуствима земаља које су слиједиле политику увозне супституције, још 60-их година XX вијека Тајван, Сингапур, Кореја и Хон Конг су направили заокрет ка извозној оријентацији, док су друге земље у развоју слиједиле стратегију увозне супституцију до дужничке кризе с почетка 80-их година XX вијека.

Индустријализација оријентисана на извоз има значајне предности, које се огледају у сљедећем:

- није ограничена домаћим тржиштем и омогућава да се искористе предности економије обима;



- производња индустријских производа за извоз захтијева и подстиче ефикасност у читавој привреди.

Са друге стране, постоје и два веома озбиљна недостатка:

- за земље у развоју може бити веома тешко да развију извозно оријентисане индустрије због јаке конкуренције познатих и ефикасних индустрија у развијеним земљама;
- развијене земље често имају висок ниво ефективне заштите за своје радно интензивне индустрије, а за које земље у развоју већ имају или могу ускоро стећи компаративну предност (Салваторе, 2009).

У току 70-их и 80-их година XX вијека урађене су многе студије (са “cross-country” регресионим анализама) које доказују сигнификантно позитивну релацију раста извоза и БДП-а као и позитиван утицај либерализације на трговину и доходак. Нове теорије трговине (теорија ендогеног раста – П. Ромер, Р. Лукас, Г. Гросман, Е. Хелпман), које су се појавиле од краја 80-их и почетком 90-их година XX вијека, учиниле су значајан помак на плану разумевања корелације размене и раста, односно утицаја трговинске политике на раст. Базична претпоставка је да су повећани приноси главни фактор “ендогеног” раста. “Машине” раста су “ширење знања” (захваљујући спољној трговини и страним директним инвестицијама) и способност имитирања иностраних производа, док увозна заштита обара раст (Николић, 2005, стр. 147).

Развој теорије ендогеног раста, пружа убједљиву теоријску основу за позитивну везу између међународне трговине и дугорочног економског раста и развоја. Ова теорија тврди да ће смањење баријера трговини на дуги рок убрзати стопу економског раста и развоја тако што омогућава да земље у развоју апсорбују технологије које су развијене у напредним земљама много лакше и брже него уз мањи степен отворености. Дакле, смањење баријера у спољној трговини повећава користи које настају истраживањем и развојем, промовише већу економију обима у производњи, те води до бржег увођења нових производа и услуга. (Romer, 1986.)

Током 90-их година XX вијека извршен је велики број “cross country” анализа које су омогућене побољшањем у теорији раста и доступности великог броја података, и које су показале позитивну и значајну релацију извозно оријентисане политике и раста. Тако Ромер и Франкел, анализирајући канале кроз које спољна трговина подстиче раст БДП-а, доказују да спољна трговина подстиче акумулацију нових технологија и знања, те тако, кроз специјализацију, повећава приносе на капитал (Romer&Frankel, 1999).

Период од 1990. године је деценија реформе трговинске политике. Према “World Bank’s World Development Indicators”, просјечна царинска стопа у свијету је смањена са 10,5% на 6,0% између 1990. и 2002. године, а учешће укупне

спољнотрговинске размјене у БДП-у је повећано са 75,2% на 86,8%. Године 1990, Општи споразум о царинама и трговини је потписан од стране 96 земаља: између 1990. и 2005. године, 65 земаља је приступило “GATT”-у, односно данашњој Свјетској трговинској организацији (Rodriguez, 2006, p. 2).

Доврик и Голи (Dowrick, Golley), нису сумњали да отвореност привреде промовише економски раст и да постоје многе друге користи од трговине. У свом раду указују на чињеницу да постоји могућност да се код многих земаља деси “раст уз осиромашење”, односно погоршање односа размјене. Њихов став је да трговинска либерализација стимулише раст у свјетској економији, јер ствара услове за специјализацију привреда путем међународних токова знања и иновација, али истовремено се неке привреде могу специјализовати у областима гдје су потребне ниске радне квалификације или у споро растућим секторима, што смањује иницијативу за образовање и пословно усавршавање (Dowrick & Golley, 2004).

Чаудри и Хакура (Choudhri, Nakura) истраживали су како међународна трговина утиче на раст продуктивности код земаља у развоју. Код ових земаља раст продуктивности у великој мјери зависи од могућности да дођу до технологије из индустријски развијених земаља, те на тај начин, међународна трговина за земље у развоју представља најважнији канал трансфера технологије, што им омогућава да постигну бржи раст продуктивности (Choudhri & Nakura, 2000).

Истраживања у овој области у XXI вијеку углавном су била усмјерена на анализе утицаја законске регулативе, квалитета институција и трговинске политике на обим размјене и економски раст.

На бази свега наведеног, не може се очекивати да ће данас међународна трговина представљати “машину раста”, али још увијек постоји много начина на који она може допринијети економском расту данашњих земаља, посебно оних у развоју. Узимајући у обзир бројне регресионе анализе које третирају корелацију спољне трговине и раста (имајући у виду и бројне “ограде” које иду из њихове анализе), чини се да је повећање трговинске отворености (односно раст спољнотрговинске размјене, прије свега извоза), као мјера подстицаја укупног економског раста, практично без алтернативе, посебно за земље, односно тржишта, скромне величине. (Николић, 2005).

Посебан значај анализе утицаја спољне трговине на раст домаће привреде добијају након 2008. године, када се криза прво финансијског, а потом и реалног сектора, “прелила” готово на све земље свијета, што је изазвало нову дужничку кризу, од које се многе земље још увијек нису опоравиле. Губећи “замајац” развоја у недовољној домаћој тражњи, многе мале, отворене привреде, као што је и Република Српска, своју перспективу виде у расту извоза, преко опоравка развијених земаља и на тај начин, додатног раста иностране тражње.

С тим у вези, наше одређење и јесте да извршимо анализу значаја спољне трговине за Републику Српску, те користећи статистичке методе анализе исказамо квантитативно утицај спољне трговине на раст БДП-а, што ће нам омогућити да покушамо да дођемо до препорука на који начин је могуће додатно убрзати привредну активност у Републици Српској и на тај начин отворити нови развојни циклус.

## 2. Значај спољне трговине за Републику Српску

Спољна трговина је значајна за развој сваке земље, због тога што ниједна економија у данашњим условима не може да функционише самостално за себе, јер није у могућности да сама произведе све оно што тражи њено становништво и њена привреда. Ниво тог значаја није исти код различитих земаља, већ зависи од величине тржишта, расположивости и разноврсности ресурса, степена развоја привреде, привредне структуре дате земље, њене економске политике, као и кретања на свјетском тржишту.

Значај спољне трговине огледа се у томе што пружа могућност да се на спољна тржишта пласирају вишкови у роби и услугама, те омогућава да се набаве роба и услуге које се не производе у земљи или се не производе у довољним количинама. Она омогућава набавку савремене опреме и нових технологија из иностранства, чиме се подиже технолошки ниво и убрзава развој, те обезбјеђује квалитетније задовољење потреба производње и потрошача. Спољна трговина доприноси стварању повољнијих услова формирања цијена него у случају продаје само на домаћем тржишту, усмјерава произвођаче на примјену свјетских критеријума и стандарда и повећање конкурентности што их чини ефикаснијим.

Отвореност привреде, која може да нам послужи као индикатор укључености земље у међународну подјелу рада, показује колико је привреда одређене земље зависна од других земаља. Уколико је привреда отворенија, повезаност домаће и иностране привреде је чвршћа, односно, већи је утицај спољне трговине на домаћа привредна кретања. Ниво развијености одређене земље и њена привредна структура утичу на облик спољнотрговинског повезивања дате земље са остатком свијета. Тако повољна привредна структура и виша развијеност привреде смањују зависност земље од увоза, а повећавају зависност од извоза.

Значај спољне трговине у правилу је већи за мање земље него за земље које имају велико домаће тржиште и разноврсне и обимне ресурсе. Код мањих земаља је ниво отворености привреде мјерен учешћем спољне трговине у БДП виши него код великих економија. Тако је стопа отворености Бразила 24%, САД 30%, Јапана 32%, Индије 51%, Русије 52%, док је ова

стопа у Швајцарској 117%, Словенији 140%, Холандија 154%, Белгији 165%, Естонији 185% или Сигапуру 400% (ВТО, 2013).

**Табела 2.1.**

*Ниво отворености привреде Републике Српске*

Година	Просјечна стопа извоза (Извоз/БДП)	Просјечна стопа увоза (Увоз/БДП)	Стопа отворености привреде (Обим спољне трговине/БДП)
2001.	16,3%	46,3%	62,6%
2002.	13,4%	51,4%	64,9%
2003.	13,4%	49,9%	63,3%
2004.	16,5%	52,8%	69,3%
2005.	19,9%	51,9%	71,7%
2006.	23,5%	42,2%	65,7%
2007.	22,7%	45,5%	68,3%
2008.	22,6%	48,8%	71,5%
2009.	20,3%	43,3%	63,6%
2010.	26,2%	48,7%	74,9%
2011.	29,5%	52,7%	82,2%
2012.	27,6%	52,2%	79,8%

Извор: РЗС Републике Српске и анализа аутора

Иако стопа отворености привреде Републике Српске има тенденције раста, ниво отворености од 80% је знатно нижи него код малих развијених земаља. Осим тога ова стопа је нижа и од стопе отворености Босне и Херцеговине која представља јединствено тржиште у оквиру којег функционише привреда Републике Српске<sup>1</sup>. Узрок нижег нивоа отворености је прије свега ниска просјечна стопа извоза која, као што се види из Табеле 2.1, није прелазила 30% и која је скоро два пута нижа од просјечне стопе увоза.

Поред тога, можемо да закључимо даје највећа отвореност привреде Републике Српске, односно зависност од спољне трговине забиљежена у 2011. години, када је просјечна стопа извоза износила 29,5%, а просјечна стопа увоза 52,7%. То би значило да се 29,6% бруто домаћег производа остваривало извозом, али се много више трошило на куповину увезене робе, и то чак 52,9% БДП-а.

Видјели смо да многе анализе указују да спољна трговина има позитиван утицај на економски раст. Ово је посебно истакнуто код утицаја извоза на раст производње и националног дохотка. Извоз узрокује повећање производње веће од оне која је пласирана у иностранство, што се одређује преко спољнотрговинског мултипликатора (Маклар, 1950).

Основни разлог због кога једна земља има потенцијалне користи од трговине јесте тај што трговина повећава могућност избора привреде, што значи

да је увијек могуће расподијелити доходак да сви остваре добитак од трговине (Samuelson, 1962). Спољна трговина је потенцијални извор добитака за све уколико добици од трговине надмашују губитке, без обзира на могући утицај на прерасподјелу дохотка. Бољи начин да се изврши процјена свеукупних добитака од трговине јесте да се постави другачије питање: да ли би они који остварују добитке од трговине могли да надокнаде губитке онима који их трпе, и да поред тога опет буду у бољој позицији? Ако је тако, онда је трговина потенцијални извор добитака за све (Krugman, 2008, p. 72.).

Како се ради о потенцијалном добитку који зависи од низа околности које су у појединим земљама и у различитим периодима различите, од изузетне важно је за сваку земљу, па и Републику Српску, да се изврши анализа спољне трговине и њеног утицаја на раст дохотка.

### 3. Анализа спољнотрговинске размјене Републике Српске

На почетку, прије него што статистичким методама, квантитативно изразимо зависност бруто домаћег производа од спољне трговине, провјерићемо значајност спољне трговине за Републику Српску, анализирајући кретања бруто домаћег производа и спољнотрговинске размјене у периоду од 2001. до октобра 2013. године.<sup>ii</sup>

Табела 3.1

Спољнотрговинска размјена Републике Српске

Година	Стопа раста реалног БДП	Извоз у 000 КМ	Увоз у 000 КМ	Обим спољнотрговинске размјене у 000 КМ	Салдо у 000 КМ	Покривеност увоза извозом у %
2001.		598.829	1.697.455	2.296.284	-1.098.626	35,3%
2002.		565.647	2.164.367	2.730.014	-1.598.720	26,1%
2003.		610.668	2.277.608	2.888.276	-1.666.940	26,8%
2004.		842.920	2.702.771	3.545.691	-1.859.851	31,2%
2005.		1.130.518	2.953.177	4.083.695	-1.822.659	38,3%
2006.	6,0%	1.540.236	2.760.163	4.300.399	-1.219.927	55,8%
2007.	6,6%	1.671.601	3.347.925	5.019.526	-1.676.324	49,9%
2008.	6,3%	1.921.837	4.146.519	6.068.356	-2.224.682	46,3%
2009.	-3,0%	1.672.915	3.567.879	5.240.794	-1.894.964	46,9%
2010.	0,8%	2.177.809	4.053.084	6.230.893	-1.875.275	53,7%
2011.	0,8%	2.560.808	4.577.526	7.138.334	-2.016.718	55,9%
2012.	-1,1%	2.374.338	4.487.543	6.861.881	-2.113.205	52,9%
I-X 2013	0,9% и 1,3%*	2.134.091	3.734.576	5.868.667	-1.600.485	57,1%

Извор: Републички завод за статистику Републике Српске;

\* подаци за прва два квартала 2013. године

Анализом података о извозу Републике Српске, видимо да је извоз смањен у 2002. у односу на 2001. годину, у 2009. у односу на 2008. годину и у 2012. у односу на 2011. годину, док је у свим другим годинама забиљежен раст извоза. Такође, када је ријеч о увозу, ако занемаримо 2002. годину, готово је идентична ситуација, као и са извозом, смањење је забиљежено у 2009. и 2012. години, што се одразило и на смањење укупног обима спољнотрговинске размјене у Републици Српској у наведеним годинама<sup>iii</sup>.

Према томе, укупан обим спољнотрговинске размјене Републике Српске, према посматраним подацима, први пут је смањен у 2009. години, и то за 13,7%, када је и извоз смањен за 13,0%, а увоз за 14,0%, у односу на 2008. годину. У истој години је по први пут, као посљедица свјетске економске кризе, која се кроз смањење тражње пренијела и на Републику Српску, забиљежена негативна стопа раста реалног БДП-а од 3,0%. У складу са наведеним можемо да закључимо да је свјетска економска криза, преко смањења иностране тражње, утицала на смањење извоза, а што је као крајњи резултат имало смањење реалног БДП-а у 2009. години.

Анализирамо ли кретања у 2010. и 2011. години, када су стопе раста реалног БДП-а поново биле позитивне<sup>iv</sup>, видимо да је у наведеним годинама забиљежен раст извоза за 30,2% и 17,6% респективно, као и увоза од 13,6% и 12,9% респективно, можемо да закључимо да кретања у спољнотрговинској размјени Републике Српске, значајно утичу на кретања БДП-а.

Смањење извоза, увоза и обима спољнотрговинске размјене у 2012. години је забиљежено паралелно са смањењем реалног БДП-а од 1,1%, док су позитивне стопе раста реалног БДП-а за прва два квартала 2013. године, од 0,9% и 1,3% поново повезане са повећањем иностране тражње, односно растом извоза од 7,1% за првих десет мјесеци 2013. године, те смањењем увоза за 3,9%.

Према томе, можемо да закључимо да је спољна трговина веома значајна за привредна кретања у Републици Српској, односно, да кретања у земљама које су најважнији спољнотрговински партнери Републике Српске, у значајној мјери утичу на привредна кретања у Републици Српској. Односно, Република Српска је мала отворена економија и значај спољне трговине за њен привредни развој је веома висок. Распољивост ресурса, величина домаћег тржишта и привредна структура су такви да су многи сектори зависни од увоза или извоза. И управо због тога, наш циљ и јесте да испитамо како спољнотрговинска размјена Републике Српске утиче на њена привредна кретања.

Анализом спољнотрговинске размјене Републике Српске, уочавамо да је основна карактеристика, у цијелом периоду који је обухваћен нашом анализом, висок и континуиран негативан салдо, односно дефицит у спољно-

трговинској размјени. Покривеност увоза извозом је нешто изнад педесет процената, што значи да је ниво негативног спољнотрговинског салда приближан величини укупног извоза (Табела 3.1).

Преглед кретања спољнотрговинске размјене показује да раст обима спољне трговине Републике Српске није битно побољшао њен спољнотрговински биланс. Да би утврдили узроке оваквог стања неопходно је извршити анализу робне структуре увоза и извоза по кључним секторима као и анализу робне размјене по најважнијим спољнотрговинским партнерима.

### 3.1. Анализа робне структуре спољне трговине

Како би дошли до закључка у којим секторима Република Српска највише извози и увози, анализирали смо робну размјену Републике Српске према секторима Стандардне међународне трговинске класификације (Табеле 1 и 2 у Прилогу<sup>v</sup>).

Анализом учешћа сваког појединачног сектора у укупном извозу у периоду од 2003. до 2012. године<sup>vi</sup> можемо да закључимо да је сектор “Сирове материје нејестиве, осим горива” имао највеће учешће у укупном извозу, које се кретало у интервалу од 30% до 40% од 2003. до 2007. године, након чега се учешће смањује на око 20%, првенствено као посљедица раста учешћа извоза сектора “Минерална горива и мазива” након 2008. године, на преко 20% од укупног извоза. Треба истаћи да је то посљедица покретања нафтне индустрије у Републици Српској, која је у значајној мјери утицала на промјену структуре извоза.

Анализом структуре увоза према СМТК, у периоду 2003. до 2012. године, највеће учешће има сектор “Производи разврстани према материјалу”, те сектори “Храна и живе животиње”, са учешћем између 12% и 20% и сектор “Машине и транспортна средства”, чије је учешће са 22,9% у 2005. години, смањено на 13,2% у 2012. години. Не треба заборавити ни значајан раст учешћа увоза сектора “Минерална горива и мазива” у периоду од 2008. године, што је повезано са повећањем увоза сирове нафте за рад нафтне индустрије Републике Српске.

Ако претходном још додамо да је покривеност увоза извозом (Табела 3 у Прилогу), посматрано појединачно, по сваком од сектора, највеће у сектору “Сирове материје нејестиве, осим горива”, гдје износи између 316% и 681%, док је покривеност “Хране и живих животиња” између 10% и 31%, јасно је да Република Српска има веома неповољну структуру спољнотрговинске размјене, гдје доминира извоз сировина, смањује се увоз “Машина и транспортних средстава”, што показује недовољну инвестициону активност у нову опрему, уз изузетно ниску покривеност увоза извозом хране.

Поред тога, можемо да закључимо, ако занемаримо промјене у структури спољне трговине, до којих је довело покретање нафтне индустрије, да већина сектора има релативно стабилно учешће у укупном увозу или извозу Републике Српске, што би с једне стране, могло да буде показатељ специјализације у појединим областима. Међутим, на бази претходних структурних поремећаја које смо истакли, гдје доминира извоз сировина, те веома неповољан однос увоза и извоза у области производње хране, стабилно учешће већине сектора у спољнотрговинској размјени показује да се готово ништа није урадило на рјешавању структурних слабости у привреди Републике Српске, наравно ако занемаримо позитиван примјер нафтне индустрије Републике Српске.

Међутим, треба упозорити да је покривеност увоза извозом у сектору “Минерална горива и мазива” са 23,2% у 2007. и 28,3% у 2008. години повећан на 42,7% у 2009, 44,9% у 2010, те 41,2% у 2011. години, те да је у 2012. години смањен на 30,0%, уз смањење увоза од 8,1% и извоза за 33,1%, што нам указује да посебну пажњу треба посветити и анализи и праћењу овог сектора привреде.

На основу анализе покривености увоза извозом према економској намјени производа (Табела 3.2) можемо рећи да само код “Трајних производа за широку потрошњу” Република Српска има покривеност увоза извозом, док при размјени свих других производа остварује негативан спољнотрговински салдо. Додатну потврду веома неповољне структуре извоза видимо и по покривености увоза извозом код “Интермедијарних производа, осим енергије”, те најмање покривености код “Капиталних производа”.

Табела 3.2

*Покривеност увоза извозом према економској намјени производа*

Врста производа	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Енергија	28,3%	42,7%	45,0%	41,2%	30,0%
Интермедијарни производи, осим енергије	64,0%	56,4%	68,3%	73,5%	71,3%
Капитални производи	30,8%	30,3%	32,2%	36,4%	33,0%
Трајни производи за широку потрошњу	35,7%	95,0%	102,2%	135,6%	167,1%
Нетрајни производи за широку потрошњу	45,7%	43,1%	44,9%	49,5%	51,5%
Нераспоређено	41,4%	50,6%	74,7%	81,6%	82,1%
<b>УКУПНО</b>	<b>46,3%</b>	<b>46,9%</b>	<b>53,7%</b>	<b>55,9%</b>	<b>52,9%</b>

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске



Како би још лакше уочили проблеме у структури привреде Републике Српске, можемо се послужити и подацима о покривености увоза извозом према Класификацији дјелатности Рев. 1.1, која се у Републици Српској примјењивала до 2009. године (Табела 3.3).

**Табела 3.3**

*Покривеност увоза извозом према Класификацији дјел. Рев.1.1*

Дјелатности	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.
Пољопривреда, лов и шумарство	8,4%	6,7%	12,5%	23,5%	27,2%	21,2%	31,5%
Рибарство	169,1%	312,9%	583,0%	860,5%	413,3%	499,1%	599,6%
Вађење руда и камена	45,4%	18,3%	129,0%	435,8%	1538,9%	165,2%	6,6%
Прерађивачка индустрија	24,8%	31,7%	33,0%	48,1%	44,7%	42,9%	50,6%
Производња и снабд. ел. енергијом, гасом и водом	3.667,6%	783,0%	1.745,5%	1.966,3%	1.117,1%	272,3%	706,9%
Посл. некретнинама, изнај. и посл. дјелат.					0,2%	0,0%	0,8%
Остале јавне комуналне и друшт. услужне дјелат.	1,1%	4,7%	11,4%	32,0%	41,2%	21,7%	30,1%
Нераспоређено	20,5%	36,3%	15,8%	75,0%			
<b>УКУПНО</b>	<b>26,8%</b>	<b>31,2%</b>	<b>38,3%</b>	<b>55,8%</b>	<b>49,9%</b>	<b>46,3%</b>	<b>46,9%</b>

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске

На бази дате анализе можемо да закључимо<sup>vi</sup> да је покривеност увоза извозом веома неповољна у области пољопривреде и поред значајних буџетских давања у овој области.

Анализом структуре извоза и структуре увоза по статистичким процедурама, можемо да дођемо до неких веома важних закључака (Табеле 4. и 5. у Прилогу). Анализом извоза видимо да редован извоз чини 60-70% укупног извоза Републике Српске, док преосталих 30-40% чини извоз након унутрашње обраде. Такође, анализом увоза, видимо да је увоз на унутрашњу обраду између 10 и 15% укупног увоза, што показује да су у Републици Српској веома заступљени тзв. "loan" послови, прије свега у области текстила, коже и обуће, чија је основна карактеристика да су веома ниско плаћени и акумулативни, али јефтина радна снага је њихов основни критериј приликом "доласка" у Републику Српску, чиме се потврђује да су јефтине ресурси, основни извозни производ Републике Српске.

### 3.2. Анализа спољне трговине по главним партнерима

Како би провјерили која су тржишта важна за Републику Српску, јер економска, па и политичка кретања у наведеним земљама могу у значајној мјери да утичу на привредна кретања у Републици Српској, анализирали смо и спољнотрговинску размјену Републике Српске према земљама са којима је обављана спољна трговина у 2012. години.

**Табела 3.4**

*Водећи спољнотрговински партнери Републике Српске у 2012. г.*

	Обим робне размјене у 000 КМ	Структура обима %	Извоз у 000 КМ	Структура извоза %	Увоз у 000 КМ	Структура увоза %	Покривеност увоза извозом %
УКУПНО	6.861.881	100,0	2.374.338	100,0	4.487.543	100,0	52,9
Русија	1.169.347	17,0	4.169	0,2	1.165.178	26,0	0,4
Србија	1.141.136	16,6	371.118	15,6	770.018	17,2	48,2
Италија	792.424	11,5	380.676	16,0	411.748	9,2	92,5
Хрватска	561.460	8,2	320.170	13,5	241.290	5,4	132,7
Њемачка	467.446	6,8	197.076	8,3	270.370	6,0	72,9
Словенија	398.735	5,8	196.13	8,3	202.605	4,5	96,8
Аустрија	355.290	5,2	225.532	9,5	129.757	2,9	173,8
Кина	198.212	2,9	4.205	0,2	194.007	4,3	2,2
Мађарска	163.675	2,4	42.762	1,8	120.912	2,7	35,4
Црна Гора	139.396	2,0	116.358	4,9	23.038	0,5	505,1
Француска	118.721	1,7	43.523	1,8	75.198	1,7	57,9
Чешка	104.303	1,5	46.859	2,0	57.444	1,3	81,6
Пољска	94.878	1,4	49.477	2,1	45.400	1,0	109,0
Словачка	94.630	1,4	49.956	2,1	44.674	1,0	111,8
Турска	71.383	1,0	17.584	0,7	53.798	1,2	32,7
Румунија	70.370	1,0	14.665	0,6	55.705	1,2	26,3
БЈР Македонија	66.868	1,0	22.411	0,9	44.457	1,0	50,4
Холандија	59.053	0,9	25.253	1,1	33.800	0,8	74,7
Бразил	53.697	0,8	2.288	0,1	51.409	1,1	4,5
В. Британија	52.539	0,8	17.344	0,7	35.195	0,8	49,3
Остале земље	688.319	10,0	226.780	9,6	461.538	10,3	49,1

Извор: Републички завод за статистику Републике Српске и анализа аутора

Наведена анализа нам показује да је највећи обим спољнотрговинске размјене Република Српска у 2012. години остварила са Русијом, у износу од 17% од укупног обима, те Србијом 16,6%, Италијом 11,5%, Хрватском

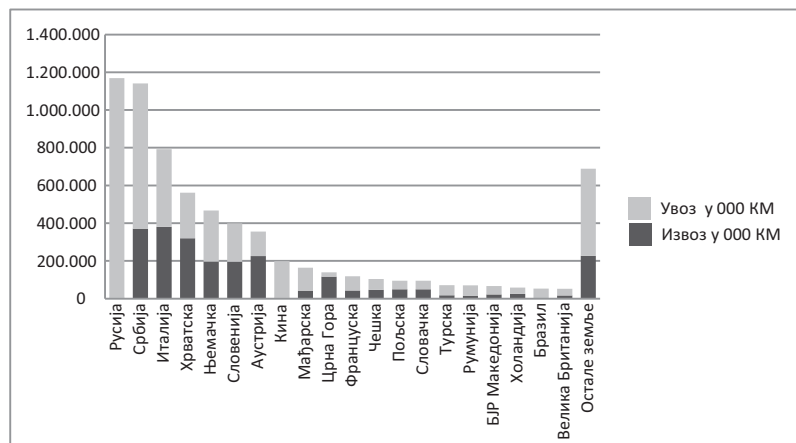
8,2% и Њемачком 6,8%. Према томе, са наведених 5 земаља Република Српска остварује преко 60% своје укупне спољнотрговинске размјене.

Ако анализирамо у које земље Република Српска највише извози, видимо да доминирају Италија у износу од 16% од укупног извоза, Србија 15,6% и Хрватска 13,5%. Када је ријеч о увозу, Република Српска највише увози из Русије и то 26% од укупног увоза, из Србије 17,2% и 9,2% из Италије.

Из расположивих података видимо да је тржиште Републике Српске најмање значајно<sup>viii</sup> за Црну Гору, чији је извоз на тржиште Републике Српске пет пута мањи од увоза са нашег тржиште, док је највећи извозник на тржиште Републике Српске Русија, гдје је покривеност увоза извозом само 0,4%. Због великог учешћа у укупном обиму размјене, можемо рећи да је за Републику Српску веома значајно и тржиште Хрватске, док је тржиште Републике Српске веома значајно за Србију.

### Слика 3.1

Земље са највећим учешћем у обиму размјене са Републиком Српском у 2012. години, посматрано појединачно по извозу и увозу



Извор: Анализа аутора

Анализа по главним спољнотрговинским партнерима указује на неповољну позицију Републике Српске у трговини са земљама са којима постоје уговори о слободној трговини. Наиме, са свим чланицама СЕФТА-е, осим Црне Горе, као и са Турском, салдо спољнотрговинске размјене је негативан и то у мјери да је покривеност увоза извозом испод 50%.

Оно што посебно забрињава је веома ниско учешће извоза на велика тржишта брзорастућих економија, гдје су многе земље видјеле шансу у повећању извоза. Покривеност увоза извозом са Русијом, Кином и Бразилом је симболичних 0,4%, 2,2% и 4,5% респективно, а укупан извоз у земље БРИК-а је тек око 10 милиона КМ.

## 4. Утицај спољне трговине на раст БДП

### 4.1. Постављање статистичког модела за анализу

Установљавање међусобних веза и односа двију или више посматраних појава предмет је регресионе и корелационе анализе, с циљем да се квантитативно изрази просјечан закономјеран однос посматраних појава једначином регресије (ако у стварности као такав постоји!), као и степен и смјер њихове међусобне повезаности. Ако посматрамо само двије појаве, тада се ова анализа своди на просту регресиону и корелациону анализу (Комић, 2000, стр. 193).

Како би установили просјечан закономјеран квантитативни однос између двије посматране појаве потребно је да одредимо параметре просте линеарне регресије. Прости линеарни регресиони модел можемо записати као:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + \varepsilon_i, \quad i = 1, 2, \dots, N$$

гдје су:

$Y_i$ :  $i$ -та зависна промјењива, у нашем истраживању БДП;

$x_i$ :  $i$ -та вриједност независне промјењиве, у нашем истраживању, извоз, обим и салдо спољнотрговинске размјене;

$\beta_0$  и  $\beta_1$  су непознате константе, односно регресиони параметри;

$\varepsilon_i$  је стохастички члан или поремећај или случајна грешка; а

$N$  је величина основног скупа.

С обзиром да ћемо анализу радити на узорку, а не на цијелом основном скупу, јер нам расположиви подаци то не дозвољавају, користимо оцијењену функцију просте линеарне регресије, на основу узорка, која се дефинише као:

$$\hat{Y}_i = b_0 + b_1 x_i$$

У датој релацији је са  $\hat{Y}_i$  означена она вриједност зависно промјењиве која се тачно налази на најбоље прилагођеној линији регресије, а  $b_0$  и  $b_1$  су оцјене непознатих регресионих параметара основног скупа.

Оцјене параметара у једначини регресије добијају се на основу метода најмањих квадрата, који подразумева минимизирање квадрата вертикалних линеарних одступања оригиналних података од линије регресије. На тај начин добија се систем нормалних једначина за одређивање параметара у једначини регресије<sup>ix</sup>, а рјешење наведеног система једначина омогућава

директно израчунавање вриједности параметара у једначини регресије, на слиједећи начин:

$$b_1 = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{n \sum x^2 - (\sum x)^2} \quad (1) \quad \text{и}$$

$$b_0 = \bar{y} - b_1 \bar{x}. \quad (2)$$

Параметар  $b_0$  показује очекивану вриједност зависно промјењиве  $Y$ , ако независна промјењива  $X$  има вриједност 0, док параметар  $b_1$  показује просјечну промјену зависно промјењиве, при јединичном порасту независно промјењиве.

С обзиром да нашим истраживањем нисмо предвидјели да вршимо закључивања у вези са оцјеном вриједности зависно промјењиве величине, у истраживању нећемо вршити тестирање статистичке значајности добијеног регресионог модела. Међутим, намјера нам је да истраживањем установимо степен и смјер међусобне повезаности посматраних појава, што ће бити предмет корелационе анализе.

Коефицијент просте линеарне корелације може се израчунати на више начина<sup>х</sup>, али због расположивих података и планиране анализе, користићемо слиједећи израз:

$$r = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{\sqrt{n \sum x^2 - (\sum x)^2} \sqrt{n \sum y^2 - (\sum y)^2}} \quad (3).$$

Вриједност коефицијента просте линеарне корелације креће се у интервалу од -1 до +1. Знак - указује на инверзну линеарну везу, док знак + указује на директну. Вриједност 1 је максимални израз повезаности, који се може означити као линеарна функционална веза, гдје свакој промјени једне промјењиве одговара тачно одређена промјена друге. Ако је коефицијент корелације једнак 0, тада нема линеарне везе између посматраних појава. За вриједност између 0,7 и 0,8 обично се указује на изражену линеарну везу посматраних појава; за вриједност између 0,8 и 0,9 кажемо да је та веза висока, а за вриједност између 0,9 и 1 да је веома висока. Треба напоменути да разлике у тумачењу ових вриједности ипак варирају у зависности од области истраживања посматраних појава, тако да претходну скалу не треба схватити круто (Комић, 2000, стр. 202).

Како би на крају, у квантитативном смислу, провјерили у којој су мјери варијације зависно промјењиве одређене варијацијама независно промјењиве, рачунаћемо и коефицијент детерминације. Коефицијент детермина-

ције се добија као квадрат коефицијента просте линеарне корелације, узима вриједност од 0 до 1 и изражава се у процентима.

Имајући на уму цјелину регресионе и корелационе анализе, посебно аспекте вишеструке регресионе анализе, добијени резултат не треба тумачити сувише претенциозно, већ, прије свега, као исходиште даљих и комплекснијих анализа веза и односа посматраних појава, уз евентуално укључивање мањег или већег броја додатних промјењивих, које су у вези са посматраним појавама (Ловрић, Комић и Стевић, 2006).

Због свега наведеног, у наставку истраживања провјерићемо међусобну, квантитативну повезаност спољне трговине и БДП-а Републике Српске у периоду 2001-2012. година. Прије сваке од квантитативних анализа, провјерићемо логичку повезаност анализираних варијабли, како би се увјерили да постоји њихова међусобна повезаност. Свакако, због свих упозорења при коришћењу статистичких алата регресионе и корелационе анализе, од којих смо неке претходно и навели, те због ограничености података којима располажемо, који су “оптерећени” утицајем свјетске економске кризе на привредна кретања у Републици Српској, свјесни смо лимитираности закључака који ће услиједити.

#### 4.2. Анализа утицаја извоза на бруто домаћи производ

С обзиром да извоз представља инострану тражњу, а уједно доводи и до прилива иностраних средстава, те на тај начин повећава и домаћу тражњу, сасвим је јасно да постоји повезаност између повећања извоза и раста БДП-а. У наредној табели дати су елементи за израчунавање параметара у једначини регресије, када је извоз независно промјењива, а БДП зависно промјењива, у складу са релацијама (1) и (2), које се користе за директно израчунавање вриједности параметара у једначини регресије.

**Табела 4.1**

*Регресиона и корелациона анализа извоза и БДП-а*

	БДП	Вриједност извоза	Регресија и корелација (извоз и БДП)		
	Y	E	EY	E <sup>2</sup>	Y <sup>2</sup>
2001.	3.666.349	598.829	2.195.516.105.321	358.596.171.241	13.442.114.989.801
2002.	4.208.086	565.647	2.380.291.221.642	319.956.528.609	17.707.987.783.396
2003.	4.562.686	610.668	2.786.286.334.248	372.915.406.224	20.818.103.534.596
2004.	5.115.577	842.920	4.312.022.164.840	710.514.126.400	26.169.128.042.929
2005.	5.692.975	1.130.518	6.436.010.711.050	1.278.070.948.324	32.409.964.350.625
2006.	6.546.537	1.540.236	10.083.211.962.732	2.372.326.935.696	42.857.146.692.369
2007.	7.351.960	1.671.601	12.289.543.687.960	2.794.249.903.201	54.051.315.841.600

	БДП		Вриједност извоза			Регресија и корелација (извоз и БДП)	
	Y	E	EY	E <sup>2</sup>	Y <sup>2</sup>		
2008.	8.490.642	1.921.837	16.317.629.949.354	3.693.457.454.569	72.091.001.572.164		
2009.	8.236.270	1.672.915	13.778.579.627.050	2.798.644.597.225	67.836.143.512.900		
2010.	8.318.217	2.177.809	18.115.487.846.553	4.742.852.040.481	69.192.734.059.089		
2011.	8.682.397	2.560.808	22.233.951.696.776	6.557.737.612.864	75.384.017.665.609		
2012.	8.594.153	2.374.338	20.405.424.045.714	5.637.480.938.244	73.859.465.787.409		
Укупно	79.465.849	17.668.126	131.333.955.353.240	31.636.802.663.078	565.819.123.832.487		
Просјек	6.622.154	1.472.344					
	b <sub>1</sub>			2,55			
	b <sub>0</sub>			2.869.347			
	Регресиони модел:			$Y_i = 2.869.347 + 2,55x_i$			
	r			0,961			
	r <sup>2</sup>			92,3%			

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске

Користећи релације (1) и (2), израчунаћемо вриједности параметара  $b_0$  и  $b_1$  на слиједећи начин:

$$b_1 = \frac{12 \cdot 131.333.955.353.240 - 17.668.126 \cdot 79.465.849}{12 \cdot 31.636.802.663.078 - (17668126)^2} = 2,55 \quad \text{и}$$

$$b_0 = 6.622.154 - 2,55 \cdot 1.472.344 = 2.869.347,$$

тако да једначина регресије гласи:

$$\hat{Y}_i = 2.869.347 + 2,55x_i.$$

Параметар регресије  $b_0$  нам показује очекивану вриједност зависно промјенљиве, ако је независно промјенљива једнака нули, односно, на бази наше анализе можемо да закључимо да би БДП износио 2,9 милијарди КМ уколико не би било извоза.

Параметар  $b_1$  нам показује просјечну промјену зависно промјенљиве, при јединичном порасту независно промјенљиве, односно, у нашем примјеру, на свако повећање извоза за 1 милион КМ, БДП се у просјеку повећавао за 2,55 милиона КМ.

Као што смо већ претходно истакли, добијени регресиони модел нећемо користити за процјену вриједности зависно промјенљиве, односно БДП-а, те стога нећемо вршити тестирање његове статистичке значајности<sup>xi</sup>, али ћемо зато израчунати коефицијент просте линеарне корелације, како би

установили степен и смјер међусобне повезаности извоза и БДП-а, користећи релацију (3) и податке у претходној табели, на слиједећи начин:

$$r = \frac{12 \cdot 131.333.955.353.240 - 17.668.126 \cdot 79.465.849}{\sqrt{12 \cdot 31.636.802.663.078 - (17.668.126)^2} \sqrt{12 \cdot 565.819.123.832.487 - (79.465.849)^2}}$$

$$r = 0,961$$

На бази добијеног резултата можемо да закључимо да постоји изражена директна линеарна веза између извоза и БДП-а у Републици Српској.

И на крају, израчунаћемо и коефицијент детерминације, који показује у којој су мјери варијације зависно промјењиве одређене варијацијама независно промјењиве:

$$r^2 = 0,961^2 = 92,3\%$$

Према томе, можемо да закључимо да су варијације БДП-а Републике Српске одређене варијацијама извоза са 92,3%.

На тај начин закључујемо да је инострана тражња у значајној мјери утицала на кретања БДП-а у Републици Српској.

#### 4.3. Анализа утицаја обима спољнотрговинске размјене на бруто домаћи производ

Обим спољнотрговинске размјене преко повећања извоза утиче на раст БДП-а, што смо већ претходно и доказали, али би његов утицај преко увоза требао да има негативан утицај на БДП. Не треба занемарити чињеницу да увоз стратешких сировина којих нема на домаћем тржишту, нових технологија и знања може да има позитиван утицај на привредни раст. Како би провјерили шта ће нам показати регресиона и корелациона анализа, у наредној табели<sup>xii</sup> дати су елементи за израчунавање параметара у једначини регресије, када је обим спољнотрговинске размјене независно промјењива, а БДП зависно промјењива, у складу са релацијама (1) и (2), које се користе за директно израчунавање вриједности параметара у једначини регресије, у складу са претходно приказаним поступком.

Добијени резултати показују да би БДП износио 1,4 милијарде КМ уколико не би било спољнотрговинске размјене Републике Српске, а уједно, на свако повећање обима спољнотрговинске размјене за 1 милион КМ, БДП се у просјеку повећавао за 1,1 милион КМ.



Табела 4.2

Регресиона и корелациона анализа обима и БДП-а

	БДП	Обим размјене	Регресија и корелација (обим и БДП)		
	Y	I	IY	Iz	Yz
2001.	3.666.349	2.296.284	8.418.978.547.116	5.272.920.208.656	13.442.114.989.801
2002.	4.208.086	2.730.014	11.488.133.693.204	7.452.976.440.196	17.707.987.783.396
2003.	4.562.686	2.888.276	13.178.296.469.336	8.342.138.252.176	20.818.103.534.596
2004.	5.115.577	3.545.691	18.138.255.328.707	12.571.924.667.481	26.169.128.042.929
2005.	5.692.975	4.083.695	23.248.373.542.625	16.676.564.853.025	32.409.964.350.625
2006.	6.546.537	4.300.399	28.152.721.168.263	18.493.431.559.201	42.857.146.692.369
2007.	7.351.960	5.019.526	36.903.354.370.960	25.195.641.264.676	54.051.315.841.600
2008.	8.490.642	6.068.356	51.524.238.324.552	36.824.944.542.736	72.091.001.572.164
2009.	8.236.270	5.240.794	43.164.594.398.380	27.465.921.750.436	67.836.143.512.900
2010.	8.318.217	6.230.893	51.829.920.077.781	38.824.027.577.449	69.192.734.059.089
2011.	8.682.397	7.138.334	61.977.849.706.598	50.955.812.295.556	75.384.017.665.609
2012.	8.594.153	6.861.881	58.972.055.181.793	47.085.410.858.161	73.859.465.787.409
Укупно	79.465.849	56.404.143	406.996.770.809.315	295.161.714.269.749	565.819.123.832.487
Просјек	6.622.154	4.700.345			
	b1			1,11	
	bo			1.384.061	
	Регресиони модел			$\hat{Y}_i = 1.384.061 + 1,1x_i$	
	r			0,971	
	r2			94,3%	

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске

Рачунајући коефицијент просте линеарне корелације и коефицијент детерминације можемо да закључимо да постоји висока директна линеарна веза између обима спољнотрговинске размјене и БДП-а у Републици Српској, а уједно и да су варијације БДП-а Републике Српске високо одређене варијацијама обима спољнотрговинске размјене, и то у износу од 94,3%.

#### 4.4. Анализа утицаја салда спољнотрговинске размјене на бруто домаћи производ

С обзиром да је увоз у Републици Српској већи од извоза, односно да постоји негативан салдо у спољнотрговинској размјени Републике Српске, логично се намеће закључак да би салдо требао да има негативан утицај на БДП. Међутим, исто ћемо покушати да проверимо израчунавањем параметара регресије, те коефицијената корелације, које смо и претходно рачунали. Потребни елементи за израчунавање параметара у једначини регресије, те коефицијената у корелационој анализи дати су у Табели 4.3.

Табела 4.3

Регресиона и корелациона анализа салда и БДП-а

	БДП	Салдо робне размјене	Регресија и корелација (салдо и БДП)		
	Y	N	NY	Nz	Yz
2001.	3.666.349	-1.098.626	-4.027.946.336.474	1.206.979.087.876	13.442.114.989.801
2002.	4.208.086	-1.598.720	-6.727.551.249.920	2.555.905.638.400	17.707.987.783.396
2003.	4.562.686	-1.666.940	-7.605.723.800.840	2.778.688.963.600	20.818.103.534.596
2004.	5.115.577	-1.859.851	-9.514.210.999.027	3.459.045.742.201	26.169.128.042.929
2005.	5.692.975	-1.822.659	-10.376.352.120.525	3.322.085.830.281	32.409.964.350.625
2006.	6.546.537	-1.219.927	-7.986.297.242.799	1.488.221.885.329	42.857.146.692.369
2007.	7.351.960	-1.676.324	-12.324.266.995.040	2.810.062.152.976	54.051.315.841.600
2008.	8.490.642	-2.224.682	-18.888.978.425.844	4.949.210.001.124	72.091.001.572.164
2009.	8.236.270	-1.894.964	-15.607.435.144.280	3.590.888.561.296	67.836.143.512.900
2010.	8.318.217	-1.875.275	-15.598.944.384.675	3.516.656.325.625	69.192.734.059.089
2011.	8.682.397	-2.016.718	-17.509.946.313.046	4.067.151.491.524	75.384.017.665.609
2012.	8.594.153	-2.113.205	-18.161.207.090.365	4.465.635.372.025	73.859.465.787.409
Укупно	79.465.849	-21.067.891	-144.328.860.102.835	38.210.531.052.257	565.819.123.832.487
Просјек	6.622.154	-1.755.658			
	b1			-3,94	
	b0			13.535.535	
Регресиони модел				$Y_i = 13.535.535 - 3,94x_i$	
	r			-0,692	
	r2			47,9%	

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске

На бази добијених резултата можемо да изведемо слиједеће закључке:

- Да није било негативног салда спољнотрговинске размјене БДП би износио 13,5 милијарди КМ;
- На свако повећање негативног салда спољнотрговинске размјене за 1 милион КМ, БДП се у просјеку смањивао за 3,94 милиона КМ;
- Постоји висока инверзна линеарна веза између негативног салда спољнотрговинске размјене и БДП-а у Републици Српској; и
- Варијације БДП-а су око 48% одређене варијацијама негативног спољнотрговинског салда Републике Српске.

На основу свега до сада наведеног, можемо да закључимо да економска политика Републике Српске, у првом реду, треба да буде усмјерена на изнаглажење мјера за смањење увоза и повећање извоза, што ће посредно утицати и на смањење негативног салда спољнотрговинске размјене, јер је то начин за значајнији раст бруто домаћег производа Републике Српске. Поред тога, посебна пажња мора да буде посвећена структурним реформама и отклањању системских недостатака у привредној структури Републике

Српске, како би смањили извозну зависност од сировина и јефтине радне снаге.

## 5. Закључак

Спољна трговина је значајна за све, а посебно мале економије каква је Република Српска. Основна карактеристика спољне трговине Републике Српске је висок и континуиран дефицит. Робна структура спољне трговине је крајње неповољна, јер код извоза доминирају производи нижих фаза прераде, а код увоза готови производи. Она је одраз неповољне привредне структуре.

Посебно забрињава неповољан биланс спољнотрговинске размјене са земљама са којима су у примјени споразуми о слободној трговини, што значи да погодности које овакви споразуми доносе нису у довољној мјери искоришћени у спољнотрговинским односима Републике Српске. Географска структура извоза и увоза указује и на неискоришћене могућности које пружа пласман робе на велика брзорастућа тржишта земаља БРИК-а.

Анализа утицаја спољне трговине на кретање бруто домаћег производа показује високу зависност БДП-а од извоза, гдје би повећање извоза за један милион конвертибилних марака довело до пораста БДП за 2,5 милиона КМ. Видљиво је да је мултипликативни ефекат повећања извоза на привредни раст присутан у значајној мјери. Анализе такође указују на изванредан значај смањења спољнотрговинског дефицита за остварење убрзаног економског раста, јер би, у околностима у којима би извоз достигао ниво увоза, бруто друштвени производ Републике Српске био изнад 13,5 милијарди конвертибилних марака, што је за око 60% више од садашњег нивоа.

Статистичка анализа утицаја спољне трговине на бруто домаћи производ Републике Српске наводи на закључак да би спољнотрговински дефицит требало смањивати прије свега повећањем извоза и побољшањем његове робне структуре, у правцу већег извоза производа виших фаза обраде. Тиме би се поправили и односи размјене (terms of trade).

Увоз, у принципу, негативно утиче на раст дохотка, што показује и ова анализа, јер повећање дефицита за 1 милион конвертибилних марака доводи до смањења бруто домаћег производа за приближно 3,9 милиона КМ. Међутим, анализа показује и једну веома интересантну појаву која упућује да је дио увоза који се односи на стратешке сировине и капиталну опрему неминован, и да има позитиван утицај на раст бруто домаћег производа. Наиме, ако не би било извоза, бруто домаћи производ би пао на око 2,9 милијарди КМ, а ако не би било спољне трговине (ни извоза ни увоза), БДП би се још више смањило, на приближно 1,4 милијарде КМ. Истраживање

ове специфичности би могло бити предмет неке будуће анализе, али већ у овој фази наводи на закључак да би неселективно смањење увоза могло негативно утицати на кретање БДП-а, те да би смањивање увоза требало да се одвија кроз политику супституције увоза готових производа домаћом производњом.

Не умањујући значај утицаја осталих фактора на привредни раст, може се закључити да је повећање извоза и побољшање структуре спољнотрговинске размјене од изванредне важности за будући развој Републике Српске. Да би се утврђени ефекти спољне трговине на раст бруто домаћег производа и остварили, неопходна је промјена привредне структуре, али и повећање конкурентности домаћих произвођача.

## Литература

- Choudhri, E., Nakura, D. (2000). *International Trade and Productivity Growth: Exploring the Sectoral Effects for Developing Countries*. IMF Working Paper. WP/00/17.
- Dowrick, S., Golley, J. (2004). Trade Openness and Growth: Who Benefits? // *Oxford Review of Economic Policy*. 20(1), 38-56.
- Комић, Ј. (2000). Методи статистичке анализе кроз примјере: Збирка задатака. Бањалука: Економски факултет.
- Krugman, P.; Obstfeld, M. (2008). *International Economics: Theory and Policy*. New Jersey: Prentice Hall.
- Ловрић, М., Комић, Ј., Стевић, С. (2006). Статистичка анализа: методи и примјена. Бања Лука: Економски факултет.
- Maklup, F. (1950). *International Trade and the National Income Multiplier*, Philadelphia: The Blakiston Company.
- Николић, Г. (2005). Утицај Спољне трговине на економски раст. Економски анали. 165, 145-164.
- Rodriguez, F. (2006). Openness and Growth: What Have We Learned?. (URL: [http://www.un.org/esa/analysis/backgroundpapers/openness\\_and\\_growth.pdf](http://www.un.org/esa/analysis/backgroundpapers/openness_and_growth.pdf) - 23.11.2013.)
- Romer, P. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*. 94(5), 1002-1037.
- Romer, D.; Frankel, A. (1999). Does Trade Cause Growth?. *The American Economic Review*. 89(3), 379-399.
- Samuelson, P. (1962). The Gains from International Trade Once Again. *The Economic Journal*. 72(288), 820-829.
- Салваторе, Д. (2009). Међународна економија. Београд: Економски факултет.
- Статистички годишњак Републике Српске. (2012). Републички завод за статистику Републике Српске.
- URL: <http://www.rzs.rs.ba>
- URL: <http://www.stat.wto.org>

## Прилози

Табела 1

Учешће извоза йрема СМТК

Учешћа извоза према СМТК	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Храна и живе животиње	7,4%	6,9%	7,7%	6,8%	7,8%	7,1%	7,9%	7,5%	6,5%	7,8%
Пића и дуван	1,4%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%
Сирове материје нејестиве, осим горива	31,7%	43,1%	43,0%	35,6%	30,7%	25,6%	18,1%	20,2%	21,2%	21,5%
Минерална горива и мазива	13,2%	7,7%	9,5%	9,3%	5,8%	8,6%	20,3%	23,7%	23,6%	17,0%
Животињска и биљна уља, масти и воскови	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Хемијски производи	2,4%	2,2%	2,5%	2,3%	2,3%	3,1%	3,3%	3,3%	3,0%	3,8%
Производи разврстани према материјалу	19,8%	20,6%	19,1%	20,2%	23,9%	25,9%	20,4%	20,2%	19,7%	19,9%
Машине и транспортна средства	9,6%	7,0%	7,6%	6,5%	8,1%	8,7%	8,7%	7,9%	8,1%	8,3%
Разни готови производи	14,4%	12,2%	10,4%	18,9%	21,1%	20,5%	20,8%	16,8%	17,4%	20,8%
Производи и трансакције, неспоменути у СМТК	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
УКУПНО	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске

**Табела 2**  
Учешће увоза према СМТК

Учешћа увоза према СМТК	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Храна и живе животиње	19,3%	17,5%	15,2%	15,8%	14,7%	14,6%	15,0%	13,8%	12,8%	13,4%
Пића и дуван	4,9%	4,7%	3,3%	4,5%	4,1%	3,5%	4,0%	3,2%	2,9%	2,8%
Сирове материје нејестиве, осим горива	2,4%	2,8%	3,3%	3,4%	2,2%	2,5%	2,6%	3,4%	3,2%	3,1%
Минерална горива и мазива	11,1%	12,5%	12,4%	14,2%	12,5%	14,1%	22,2%	28,3%	32,0%	30,0%
Животињска и биљна уља, масти и воскови	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%	0,3%	0,4%	0,6%
Хемијски производи	10,8%	10,3%	11,2%	10,5%	11,3%	11,4%	12,0%	11,3%	10,8%	12,5%
Производи заврстани према материјалу	22,9%	21,0%	21,8%	24,4%	25,5%	25,3%	18,0%	18,0%	17,1%	16,8%
Машине и транспортна средства	17,4%	20,3%	22,9%	16,0%	17,6%	18,0%	15,9%	13,4%	13,0%	13,2%
Разни готови производи	10,5%	10,1%	9,3%	10,6%	11,4%	10,0%	9,8%	8,3%	7,8%	7,7%
Производи и трансакције, неспоменути у СМТК	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%				0,0%	0,0%
УКУПНО	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске

**Табела 3**  
Покривеносй увоза извозом йрема СМТК

Покривеност увоза извозом према СМТК	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Храна и живе животиње	10,2%	12,3%	19,3%	24,1%	26,5%	22,6%	24,7%	29,1%	28,4%	30,9%
Пића и дуван	7,9%	1,7%	2,5%	3,8%	3,6%	5,0%	6,3%	8,7%	9,8%	11,4%
Сирове материје нејестиве, осим горива	355,9%	478,3%	501,3%	584,9%	681,4%	472,3%	331,8%	316,0%	368,8%	370,2%
Минерална горива и мазива	31,9%	19,2%	29,3%	36,4%	23,2%	28,3%	42,7%	44,9%	41,2%	30,0%
Животињска и биљна уља, масти и воскови	0,2%	4,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,6%	1,0%	1,1%	0,6%
Хемијски производи	6,0%	6,7%	8,5%	12,2%	10,1%	12,7%	13,1%	15,5%	15,3%	16,2%
Производи разврстани према материјалу	23,1%	30,5%	33,5%	46,3%	46,9%	47,4%	53,1%	60,3%	64,7%	62,7%
Машине и транспортна средства	14,8%	10,8%	12,7%	22,6%	22,9%	22,3%	25,7%	31,4%	34,9%	33,1%
Разни готови производи	36,7%	37,5%	43,0%	100,1%	92,2%	94,7%	99,8%	108,6%	124,7%	143,3%
Производи и трансакције, неспоменути у СМТК	20,5%	38,2%	15,7%	15,0%					1087,3%	7239,2%
УКУПНО	26,8%	31,2%	38,3%	55,8%	49,9%	46,3%	46,9%	53,7%	55,9%	52,9%

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Срјске

**Табела 4.**  
Учешће увоза по статистичким процедурама

Врста увоза	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Редован увоз	76,4%	66,6%	65,1%	56,1%	54,4%	54,1%	61,8%	64,2%	66,7%	66,4%
Извоз након унутрашње обраде	22,7%	33,1%	34,4%	43,3%	44,5%	45,0%	37,5%	35,6%	33,1%	33,4%
Извоз на вањску обраду	0,9%	0,3%	0,5%	0,6%	1,1%	0,9%	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%
УКУПНО	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске

**Табела 5.**  
Учешће увоза по статистичким процедурама

Врста увоза	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Редован увоз	90,7%	91,5%	88,7%	83,4%	83,6%	85,1%	87,8%	87,6%	87,6%	88,7%
Увоз на унутрашњу обраду	9,1%	8,4%	11,1%	16,0%	15,8%	14,4%	11,9%	12,3%	12,3%	11,2%
Увоз након вањске обраде	0,1%	0,1%	0,2%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
УКУПНО	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Извор: Анализа аутора на бази података Републичког завода за статистику Републике Српске



- i Стопа отворености привреде Босне и Херцеговине у 2012. години била је 89,2%.
- ii У вријеме писања овог рада (новембар 2013. године) посљедњи доступни подаци на сајту Републичког завода за статистику Републике Српске за спољну трговину били су закључно са октобром мјесецем 2013. године.
- iii Смањење увоза је забиљежено и за првих десет мјесеци 2013. године у односу на исти период претходне године.
- iv Стопе раста реалног БДП-а у 2010. и 2011. години су износиле по 0,8% (Извор: Републички завод за статистику Републике Српске).
- v Због обимности Табела, исте смо дали у Прилогу овог рада.
- vi У вријеме писања овог рада, на сајту Републичког завода за статистику Републике Српске, били су нам доступни подаци за наведени период.
- vii Урадили смо анализу и за период 2010-2012. година, када се примјењује Класификација дјелатности Рев.2.0, али закључак није значајније промијењен.
- viii Ако укупан извоз између двије земље подијелимо са укупним увозом добићемо коефицијент важности, односно значајности једне земље за другу, односно, ријеч је о покривености увоза извозом. Уколико је покривеност увоза извозом 100%, коефицијент важности је 1 и у том случају су обе земље исто значајне једна за другу. Уколико је покривеност увоза извозом Републике Српске према некој од држава мања од 100%, односно ако је коефицијент важности мањи од 1, тржиште Републике Српске је значајније за ту земљу у односу на њену важност за Републику Српску и обрнуто, уколико је покривеност увоза извозом већа од 100%, односно ако је коефицијент важности већи од 1, онда је тржиште Републике Српске мање значајно за другу земљу, него тржиште наведене земље за Републику Српску.
- ix За детаљније погледати: Ловрић, Милорад; Комић, Јасмин; Стевић, Стеван: Статистичка анализа: методи и примјена, Економски факултет, Бања Лука, 2006.
- x За детаљније погледати: Ловрић, Милорад; Комић, Јасмин; Стевић, Стеван: Статистичка анализа: методи и примјена, Економски факултет, Бања Лука, 2006.
- xi Уколико би неко желио да врши процјене зависно промјењиве користећи наведени регресиони модел, било би потребно прије тога урадити тестирање његове статистичке значајности.
- xii Како би избјегли стално понављање поступка рачунања параметара у једначини регресије, те коефицијента просте линеарне корелације и коефицијента детерминације, у табели ћемо дати и добијене резултате, које смо израчунали у Excel-у, и наравно објаснићемо значење добијених вриједности.



Горан Радивојац<sup>1</sup>

## Карактеристике функционисања развијених финансијских тржишта у послјекризном периоду

### Features of the functioning of developed financial markets in the post crisis period

#### Резиме

Након посљедње економске кризе, уочљиви су трендови карактеристични за посљекризне периоде као што су велики број преузимања компанија, али и повећање обима недозвољених активности учесника на финансијским тржиштима који су примарно заинтересовани за брзу и laku зараду. Реулисање активности на финансијским тржиштима у таквој ситуацији представља велики изазов, па се нерјетко придјеђава врло ријетким и драстичним казним мјерама како би се тржиште стабилизovalo и усмјерило ка нормалним токовима.

Наведени процеси указују да смо савременици редефинисања глобалних економских односа који ће за посљедицу имати снажан економски раст и развој, уз до сада незабљежен технолошки развој који подразумева доминантну улогу реду информационог технолошког, дио технолошког, нано-технолошког и сл. Предуслов за преходно наведено свакако представљају актуелни процеси преузимања компанија, обезбјеђивање извора финансирања глобалног раста и развоја, те стабилизација финансијских тржишта. У том контексту, разумљиве су и мјере регулатора на развијеним финансијским тржиштима. Они сузбијањем злоупотреба на финансијским тр-

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, goran.radivojac@efb.org

жишћима и казним мјерама, желе да стимулишу алокацију капитала у домену реалног сектора кроз финансирање пројеката који ће за посљедицу имати привредни раст и развој, смањење незапослености и повећавање животне стандарда становништва.

**Кључне ријечи:** преузимање, банке на финансијском тржишћу, државна регулација.

## Summary

*After the recent economic crisis noticeable trends are typical for post-crisis periods such as the large number of takeovers, as well as increasing the scope of prohibited activities of participants in the financial markets, which are primarily interested in the quick and easy money. The regulation of the financial markets in such a situation is a major challenge and is often resorted to very rigorous and drastic penalties to the market stabilized and directed toward normal. These processes indicate that we are contemporaries of redefining global economic relations that will result in strong economic growth and development, along with so far unprecedented technological development, which includes the dominant use of information technology, biotechnology, nanotechnology and so on. A prerequisite for the above certainly represent actual process of taking over the company, providing sources of financing for global growth and development and stabilization of financial markets. In this context, to understand the extent and regulators in developed financial markets that the suppression of abuses in the financial markets and the penalties they want to stimulate the allocation of capital in the domain of the real sector through funding projects that will result in economic growth and development, reducing unemployment and increasing living standards population.*

**Key words:** acquisitions, role of commercial banks, regulation of financial markets.

## Увод

Банкротство великих финансијских корпорација обиљежило је 2008. годину, док је од 2009. године присутан директан утицај државе у економији, какав није забиљежен од пропасти доктрине социјалистичког привређивања које је држава директно регулисала. Истовремено, јавне финансије и буџетска равнотежа били су изложени врло великом напрезању, чиме је улога државе у економском систему постала веома значајна како за теорију, тако и за праксу земаља са дугом традицијом либералне тржишне економије.

Посљедице глобалне финансијске кризе су, у великој мјери, већ сагледане, анализирани, теоријски и практично расправљене, те је након хитног санирања посљедица кризе које су непосредно угрожавале функционисање самог система, отворен процес отклањања узрока – генератора финансијске кризе. Преузимања власничких и управљачких права у 2013. години је интензивирани у оквиру тзв. “шестог” таласа. Након окончања овог таласа, може се очекивати изузетан технолошки напредак и привредни раст и развој на глобалном нивоу. У фокусу пажње су компаније из домена информационо-технолошких технологија, те њихово пословно повезивање са аутомобилском и другим гранама машинске индустрије (роботика), развој и широка примјена биотехнологије, нанотехнологије и сл.

Сагледавањем тренутне ситуације може се закључити да и сада (крајем 2013. године) шпекулативни послови банака, које су регистроване и послују у еврозони (нарочито на тржишту изведених финансијских инструмената – финансијских деривата), нису у складу са етичким нормама и интересима заједнице у којој функционишу. Послови банака на тржишту финансијских деривата чине границу између шпекулација и манипулације веома магловитом и нејасном, те је самим тим и процес регулације њихових активности на финансијском тржишту све захтјевнији и комплекснији. На крају, показало се да тзв. “меки” (soft) приступ регулатора у еврозони није дао задовољавајуће резултате, те је Европска комисија предузела крајњу мјеру спасавања еврозоне примјеном оштре казнене политике, што је довело до санкционисања водећих банака еврозоне казнама које су изражене у милијардама евра.

У овом раду биће ријечи о улози државе у отклањању посљедица финансијске кризе, шпекулативним активностима банака на финансијском тржишту, те о казним мјерама које је предузела Европска комисија ради сузбијања недозвољених активности банака у еврозони на крају 2013. године.

## **1. Актуелизација процеса преузимања власничких удјела великих компанија**

Преузимање власничких удјела неке компаније представља стратешку трансакцију која је значајна како за купца, тако и за продавца. Купац власничких удјела стиче управљачку контролу над компанијом, рачунајући на синергетски ефекат у свом пословању, док продавац сматра да је исцрпио све могућности за даљи развој пословања и остваривање профита у мјери која превазилази понуђену количину новца од стране купца (уважавајући временску вриједност новца) (Frankel, 2002).

Процес преузимања управљачких права неке компаније представља велики изазов како за саму компанију, тако и за финансијска тржишта на коме

се наведене трансакције врло често и проводе. У периоду 90-тих година 20. вијека забиљежен је тзв. пети талас преузимања (Bryer&Simensky, 2002). Данаас можемо говорити о тзв. шестом таласу преузимања, чији ће најпознатији примјери у 2013. години бити презентовани у наредном тексту.

Наиме, након вишемјесечних преговора Мајкрософт (*Microsoft*) је купио већински пакет акција – управљачких права, глобално познате телекомуникационе компаније Нокиа (*Nokia Mobile Devices and Services*). Укупна објављена вриједност овог преузимања износи 7,2 милијарди US\$. Може се рећи да обављањем овог великог преузимања Мајкрософт претендује да постане водећа компанија глобалних размјера у области телекомуникација.

У јавности се још увијек води полемична расправа о чињеници да је Мајкрософт ово преузимање коштало мање новца него што је плаћено приликом куповине Скајпа (*Skype*). Поређења ради, компанија Гугл (*Google*) је још 2012. године приликом преузимања Моторолине мобилне телефоније платила 12,5 милијарди US\$.

Поред наведеног преузимања, у 2013. години позната телекомуникациона компанија Блекбери (*BlackBerry*) продата је за 4,7 милијарди US\$ и то групи највећег акционара Ферфакса (*Fairfax*). О величини проблема узрокованих лошим процјенама у пословању са којим се суочавала ова компанија, говори и најава отпуштања око 4.500 запослених радника, што је око 40% од њиховог укупног броја

Такође, менаџмент једне од најпознатијих компанија из области информационих технологија - компаније Епл (*Apple*) је објавио да је у току 2013. године обављено 15 “стратешких” преузимања, што је у просјеку једно преузимање на сваке три до четири седмице. ИБМ је у 2013. години имао укупно 10 “стратешких” преузимања, исто као и компанија Циско (*CISCO*).

Према истраживању *Capital Confidence Barometar* које је провела консултантска кућа EY, а које се односи на област Централне и Југоисточне Европе (*CSE*), констатовани су актуелни трендови на тржишту у овом региону ([www.ekarija.com](http://www.ekarija.com)). У домену преузимања, резултати су показали да је тренутно фокус помјерен на трансакције мање вриједности – будући да је број трансакција чија је вриједност мања од 51 милион US\$ удвостручен у посљедњих 12 мјесеци. Исто тако, према истраживању компаније Диллоџик (*Deallogic*), компаније у Сједињеним Америчким Државама су у прва два мјесеца 2013. године на послове преузимања и припајања потрошиле готово 219 милијарди US\$, што је значајан пораст у односу на претходну годину када је у истом периоду на наведене послове потрошено 85 милијарди US\$ (Matthews, 2013).

Такође, у 2013. години, компанија ФИАТ у потпуности је преузела управљачку и власничку контролу над познатом компанијом Крајслер (*Chrysler*)

у послу преузимања вриједном 4,35 милијарди US\$. Дакле, може се закључити да је у току тзв. шести талас преузимања глобалних размјера, након којег је могућ нови технолошки циклус који подразумева нови раст глобалне економије. Након петог таласа преузимања, дошло је до масовне употребе и мобилне телефоније, што указује да овакви таласи имају позитиван утицај на глобална економска кретања.

## 2. Шпекулативне активности банака на финансијском тржишту

Шпекулација је активност усмјерена на преузимање ризика, јер шпекуланти користе берзанске трансакције да би остварили профит из кретања цијена на тржишту. Теоријски посматрано, шпекулација није забрањена активност, већ је и значајна за оживљавање берзи пошто побољшава и ликвидност хартија од вриједности. Ако шпекулант вјерује да ће доћи до пораста цијена на тржишту, он ће купити неку акцију како би остварио очекивани профит на бази пораста цијене те акције за неки очекивани временски период. Шпекулација је краткорочна активност на берзи, оријентисана на профитабилно искориштавање колебања цијена (курсева). Може се шпекулисати на пораст или на пад курсева. Шпекулација на пад курсева је могућа само склапањем терминског посла. У случају да курсеви на берзи падају, шпекулант купује хартије од вриједности у нади да ће курс у догледно вријеме порастати, и обрнуто. Шпекуланти су учесници на тржишту који су спремни да се кладе на будуће кретање цијена неке хартије од вриједности. Шпекулације на раст или на пад цијена на терминском тржишту су примамљиве, јер су зараде од промјене цијена на овом сегменту тржишта значајно веће од зарада постигнутих трговањем основном имовином.

За разлику од шпекулације, манипулација је недозвољена активност којом се на берзи – кроз берзански систем трговања – жели утицати на цијену неке хартије од вриједности и на тај начин остварити одређене погодности – остваривање профита, власништво, избјегавање штетних посљедица скривених губитака и сл. Основни предуслов за појаву манипулације цијеном неке имовине је недовољно развијено тржиште, врло мали број обављених трансакција, незаинтересованост јавности за берзанско трговање, постојање учесника који су својим финансијским потенцијалом довољно снажни да генеришу манипулативне новчане токове и сл. У основи, свака манипулација је усмјерена да раст или пад цијене, или пак њену стагнацију усагласи са жељама манипулатора.

Манипулатори су учесници на берзанском тржишту који захваљујући злоупотреби повлашћених информација и свом финансијском потенцијалу, желе да остваре брзу и laku зараду на разлици у цијени која је вјештачки

генерисана. Манипулација увијек оставља врло штетне посљедице не само на берзу, већ и на економске процесе у финансијском систему кроз неадекватну селекцију и дистрибуцију расположивих финансијских средстава.

С друге стране, хедџинг (*Hedging*) представља технику неутралисања одређених извора ризика, али и технику тражења оптималног односа ризика и приноса неког портфолија (Милојевић, 1996). Може се рећи да је однос шпекулација - хедџинг увијек игра са нултим резултатом – док неко од учесника не изгуби, други учесници не могу зарадити. Сума губитака и добитака свих шпекуланата и хедџера присутних на тржишту неке имовине је нула.

Почетком 2013. године, водеће банке у Француској, Њемачкој, Аустрији и Великој Британији су одустале од шпекулативног трговања пољопривредним производима на терминским тржиштима, јер су бројни критичари и невладине организације били упорни у доказивању тврдњи да је овакав наступ пословних банака на тржишту хране директно повезан са глобалном нестабилношћу њених цијена ([www.oxfam.org](http://www.oxfam.org)). Према подацима специјализоване агенције Уједињених нација за храну и пољопривреду (*FAO*), цијене прехранбених производа су и више него удвостручене у посљедњих 10 година (<http://rt.com/news/food-price-speculation-banks-411/>).

Критичари оваквог начина пословања оптужују банке за профитирање на гладнима и манипулацију цијенама на тржишту хране, док оне саме тврде да се ради о легалним и легитимним пословним аранжманима. Према доступним анализама Свјетског покрета за развој (*WDM*), само Голдман Сакс је инвестирао око 400 милиона US\$ у 2012. години у тзв. домен “меке робе”: од пшенице и кукуруза, па до кафе и шећера. Ова организација са сједиштем у Лондону - заједно са сличним невладиним организацијама као што су Оксфам Фудвач (*Oxfam Foodwatch*), већ годинама оптужује банке и сличне финансијске конгломерате за шпекулације, па и манипулацију цијенама хране, укључујући и индуковање нестабилности тржишта хране. Аналитичари ових организација тврде да је сток шпекулативног капитала већи од тренутно глобално расположивих количина хране за око 200 милијарди US\$. Као један од доказа за ове тврдње узима се случај из јула 2010. године, када је хед фонд Армајаро практично једном наруџбом у висини од 15% расположивих глобалних залиха какаа, подстакао раст цијене какаа на највиши ниво у протекле 33 године ([www.ft.com](http://www.ft.com)).

Ипак, у научној и стручној јавности још увијек су подијељена мишљења по питању ефеката берзанских шпекулација на глобални раст цијена хране. Утицајни аналитичари, као што је и амерички економиста Пол Кругман, тврде да је шпекулација цијенама хране маргиналан фактор у односу на растућу тражњу за храном која долази из земаља у развоју, као и све распрострањеније употребе кукуруза за производњу биогорива.



Имајући на уму претходно супротстављене ставове, може се рећи да је истина, као и увијек, негдје на средини, јер нико од нас не руча два пута, док потрошачко друштво иницира феномен куповине и бацања хране у развијеним тржишним економијама, те то може да дјелимично објасни раст тражње за храном преко глобалне стопе природног прираштаја становништва. С друге стране, због великог притиска јавности и позивања на моралну одговорност у пословању, већ у јануару 2013. године француска банка *BNP Paribas* изашла је из оваквих шпекулативних послова. Одмах затим, сличну пословну политику је усвојила и примијенила банка Креди агрикол (*Credit Agricole*).

У Великој Британији, у фебруару 2013. године, Барклис банка (*Barclais Bank*) је објавила да ће престати са заузимањем шпекулативних позиција на берзама прехранбених производа. Процјењује се да је ова банка само у 2012. години на трансакцијама инструментима на робним берзама који су повезани са храном остварила приход од око 278 милиона фунти, док је укупан приход банке од послова са оваквом робом од 2010. до 2012. године процијењен на 750 милиона фунти. Дакле, Барклис банка је означена као лидер у овим пословима у Великој Британији, док је у глобалним размјерама водећа Голдман Сакс групација (*Goldman Sachs*) ([www.oxfam.org](http://www.oxfam.org)).

Такође, и њемачке банке: Дека-банка, Ландесбанк Берлин, Ландесбанк Баден Виртемберг, Комерцбанка (*Commerzbank*) повукле су се из послова на берзама прехранбених производа, док су Алианц (*Allianz*) и Дојче банка (*Deutsche Bank*) одбиле да промијене своју пословну политику и одустану од шпекулација на робним берзама, и негирају да њихово учешће утиче на цијене хране на глобалном тржишту ([www.wdm.org.uk](http://www.wdm.org.uk)).

Велики притисак европске јавности након спознаје о улози француских, њемачких, аустријских и британских банака на робним берзама и њиховим шпекулацијама цијенама хране генерисао је потребу за јачом регулацијом и већом транспарентношћу трговањем изведеним финансијским инструментима на робним берзама. Европски парламент се већ изјаснио о увођењу обавезних ограничења на шпекулације банака робним дериватима.

Према доступним информацијама које су објављене у медијима, њемачка банкарска регулаторна агенција *BAFIN* истражује послове Дојче банке у оквиру истраге о наводном манипулисању цијенама злата и сребра ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)). Истражиоци ове агенције су обавили разговоре са службеницима ове банке током више инспекција у посљедњих неколико мјесеци. Тренутно, цијена злата се одређује два пута дневно, током телеконференције између пет банака: Дојче банке, Барклиса, ХСБЦ банке и Сосијете жернерал банке. Дакле, сасвим је јасно да недостатак тржишности и могућност њиховог договора може да утиче на глобалне цијене овог племенитог ме-

тала. Дојче банка је једна од три финансијске институције које учествују у процесу утврђивања цијене сребра. Истрага о одређивању цијена злата и сребра покренута је послје недавне афере са манипулисањем међубанкарским каматним стопама либор и еурибор.

Након свега постаје веома занимљив случај *Société générale Corporate and Investment Banking* која је трећа инвестициона банка у Европској унији. Као што је познато, у 2005. и 2006. години, откривено је неколико кривотворених трансакција вриједности између 100 и 150 милиона US\$. На овим трансакцијама трговац банке је остварио бруто добитак у висини од 180.000 евра у 2005. години и 1,8 милиона евра у 2006. години. Од марта 2007. године, трговац банке, неовлашћено заузима кратку позицију са фјучерсима на индексе у вриједности 28 милијарди евра (закључно са 30.6.2007. година). Трговац банке затвара позиције у новембру 2007. године и остварује добит за банку у вриједности од 1,5 милијарде евра. На крају, у периоду од 2. до 18. јануара 2008. године, трговац банке заузима дугу позицију на фјучерсима на индексе у висини од 49 милијарди евра, која је откривена 20. јануара 2008. године, а затворена између 21. и 23. јануара, што је резултирало процијењеним губитком од 6,4 милијарди евра. Данас се овај трговац у разним анкетама помиње као најзадуженија особа на свијету јер му је локални суд у Француској пресудио казну зазора уз обавезу да врати банци цјелокупан износ изгубљен у наведеним операцијама. Индикативан је и случај Стива Паркинса (*Steve Perkins*), који је био дугогодишњи брокер компаније ПВМ оил фјучерс (*PMV Oil Futures*). Рано ујутро 30.6.2009. године позвао га је административни службеник његове компаније који је затражио информације о трансакцијама вриједним најмање 520 милиона US\$ и због чега је у буквално преко ноћи (од 29.6. до 30.6.) купио 7 милиона барела сирове нафте. Према тада објављеним информацијама и увјеравањима одговорних лица, испоставило се да је Перкинс овом куповином на своју руку, извршеном у потпуном алкохолисаном стању свијести, подигао цијену нафте на берзама широм свијета на највиши ниво током претходних 8 мјесеци ([www.guardian.co.uk](http://www.guardian.co.uk) › Business › Financial Services Authority (FSA)). Наиме, око 2 сата ујутру, цијене су у року од пола сата скочиле за долар и по по барелу, а обим трговине је порастао готово десет пута - што иначе могу да изазову само догађаји од геополитичког значаја – ратови, природне катастрофе, атентати и сл.

### 3. Нова улога државе на финансијским тржиштима

Теоријски, може се рећи да постоје два типа финансијског система – финансијски систем оријентисан ка банкама и финансијски систем оријенти-

сан ка финансијском тржишту. (Група аутора, 2006) Финансијски систем оријентисан ка банкама подразумева доминантну улогу пословних банака у економском систему. Пословне банке су основни финансијски посредници који преусмјеравају вишкове финансијских средстава од суфицитарних субјеката ка дефицитарним субјектима. Овакав систем је карактеристичан за европске земље (нпр. Немачка) и земље Далеког истока (нпр. Јапан). Однос између банке и клијената је директан што омогућује банкама ефикаснију контролу коришћења средстава и умањује ризик од изненадних губитака. Основни недостатак оваквих система је ограниченост кредитног потенцијала пословних банака што у одређеним околностима може да успори раст привреде и онемогући нове инвестиције.

Финансијски систем оријентисан ка финансијском тржишту подразумева доминантну улогу тржишта новца и капитала. Овакав систем карактеристичан је за тзв. англосаксонске земље – САД и Велику Британију. Финансијска тржишта (*Financial markets*) су, уз финансијске институције и финансијске инструменте, саставни дио сваког модерног финансијског система.

Тржишни механизам има своје предности и недостатке. Као одговор на његове недостатке, понекад држава активно учествује у привредном животу, и то не само као регулатор, већ и као активан учесник. 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 цјелокупне 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 двају и више субјеката.

Међутим, у 2008. години улога државе у економском систему добила је сасвим нову димензију. Директне интервенције влада Сједињених Америчких Држава, Немачке, Аустрије и др., прво у финансијском, а затим и у реалном сектору, представљају сасвим нов приступ у рјешавању проблема изазваних рецесијом.

Једна од битних посљедица непосредног уплитања најмоћнијих свјетских држава у привредни и финансијски систем је увођење глобалне економије у стање врло специфичне равнотеже. 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 себи одредила улогу коју има данас – а то је улога арбитра са непресушним фи-

нансијским средствима, којег велики број учесника у финансијском систему жели да доведе у заблуду како би пресудио у њихову корист.

Према наводима њемачког листа Шпигл, неке угледне мултинационалне банке веома су се обогатиле у претходној глобалној финансијској кризи ([www.spiegel.de](http://www.spiegel.de)). Заштићене разним државним гаранцијама и суфинансиране јефтним новцем из буџета најмоћнијих држава свијета – “а истовремено сувише значајне да би пропале” – водеће банке англосаксонског свијета - Голдман Сакс, Џеј Пи Морган (*J. P. Morgan*), Дојче банка и друге, успјеле су да остваре огромне профите.

У новембру 2010. године, објављена је вијест да америчке савезне власти завршавају трогодишњу истрагу и припремају оптужнице за трговање по повлаштеним информацијама, које би могле обухватити консултанте, инвестиционе банкарке, хец и отворене фондове, те трговце и аналитичаре са берзе ([www.wsj.com](http://www.wsj.com)).

Истраге које се проведе од 2007. године у оквиру реформе и увођења нових регулација на финансијском тржишту САД, биле су примарно усмјерене на враћање повјерења учесника на финансијским тржиштима у финансијски систем. Индикативно је и да су се неке банке суочене са овим истрагама, веома брзо одлучиле да врате средства државне помоћи. Тако је америчка банка Ситигруп (*Citigroup*) вратила држави 20 милијарди US\$, које је добила како би био спријечен њезин стечај. Након тога отказан је споразум којим влада Сједињених Америчких Држава даје гаранцију за улоге у висини од 250 милијарди US\$. Могуће је да је све ово је урађено да би се банка ослободила државног надзора под који је доспјела усљед финансијске кризе. Такође, банка Велс Фарго (*Wells Fargo*) је вјероватно из сличних разлога потпуно вратила државну помоћ од 25 милијарди US\$.

Да наведени процеси још увијек трају, потврђују и сљедеће информације које су везане за банке које послују у Европској унији. Министри финансија Европске уније постигли су 18.12.2013. године договор о тзв. другом стубу банкарске уније, која ће обезбиједити да се банке у будућности не спасавају средствима пореских обвезника – дакле директним фискалним инструментима, јер сматрају да је управо то био разлог дубоке кризе евра у 2008. години ([www.businesstimes.com.sg](http://www.businesstimes.com.sg)). Други стуб банкарске уније директно је наслоњен на јединствени надзор и супервизију банака у Европској унији. Други стуб подразумева већ усвојена правила за санацију или ликвидацију проблематичних банака, те договор о јединственом механизму за санацију банака, укључујући и институције које ће надзирати провођење тих правила и фонда којег ће саме банке заједнички формирати у сврху прикупљања средстава за њихову санацију у будућности.

Јединствени механизам за санацију банака подразумева постојање савјета за санацију, који ће имати овлашћење да донесе одлуку хоће ли нека банка ићи у докапитализацију или ликвидацију. Одлуке савјета за санацију постају правоснажне веома брзо – у року од 24 сата након усвајања, осим ако Савјет Европске уније, на приједлог Европске комисије, ту одлуку не стави ван снаге.

Фонд за санацију банака биће основан међувладиним споразумом земаља чланица до 1. марта 2014. године и биће у функцији од 2016. године, те би требао постати оперативан за 10 година, што значи да би 2026. године требао имати на располагању средства од 55 милијарди евра.

У првих 10 година то неће бити јединствени фонд, него ће свака земља имати свој национални субфонд у који ће уплаћивати банке које су регистроване и послују на њеној територији. Новцем из једног националног субфонда неће моћи бити финансирана санација било које банке из неке друге земље чланице. Тек протоком наредних десет година - 2026. године, то ће постати јединствени фонд. Јединствени надзор банака ступа на снагу од новембра 2014. године, а јединствени механизам за санацију од почетка 2015. године.

Ипак, неки аутори сматрају да је до првих озбиљних проблема у функционисању финансијских тржишта дошло већ 2000. године, када је у САД-у објелодањено неколико озбиљних кршења закона о хартијама од вриједности (Saunders, 2006). На примјер, Компанија Мерил Линч (*Merill Lynch*) је платила казну од 100 милиона US\$ јер су инвестициони савјетници ове компаније давали инвеститорима оптимистична предвиђања о кретању цијена акција својих клијената из сектора инвестиционог банкарства. Процјењује се да су до краја 2002. године само компаније које послују на Њујоршкој берзи платиле више од 2 милијарде US\$ казне за провођење лажних истраживања и на основу њих давања лажних препорука инвеститорима у које хартије од вриједности да уложе свој новац.

На основу повјерљивих информација, Европска комисија је отворила истражни поступак у фебруару 2013. године против УБС, РБС, Дојче банке, Ситигруп, Цеј Пи Морган и РП Мартин, а 4. децембра казнила је са укупно 1,7 милијарди евра шест финансијских институција због манипулације међубанкарским каматним стопама у еврима (*euribor*) и јенима (*JPY libor* и *tibor*) ([www.bbc.co.uk](http://www.bbc.co.uk)). Комесар за конкуренцију Јоакин Алмуња изјавио је да је посебно изненађујућа чињеница то што су се у скандалу с међубанкарским стопама либор и еурибор у картелу договарале банке које је требало међусобно да се надмећу у складу са општеприхваћеним правилима конкуренције. Укупно четири финансијске институције су учествовале у манипулацијама са еурибором, а шест са *JPY* либором и тибором. Еурибор или европска међубанкарска каматна стопа (*Euro Interbank Offered Rate*) је

референтна каматна стопу по којој банке једна другој посуђују новац на међубанкарском тржишту. Та камата се обрачунава дневно на међубанкарске депозите са роком од седам дана, један мјесец и на период до 12 мјесеци. Либор је лондонска међубанкарска каматна стопа која се користи у различитим валутама укључујући јапански јен (*JPY*), док је тибор скраћеница за токијску међубанкарску каматну стопу.

У конкретном случају ради се о банкама Барклис (*Barclays*), Дојче банка, Ројал бенк ов Скотланд (*Royal Bank of Scotland*), Сосиете женерал, Креди агривол, ХСБЦ, Џеј Пи Морган (*JPMorgan*), УБС, Ситигруп (*Citigroup*), укључујући и брокерску кућу РП Мартин.

Европска комисија сматра да има искључиву надлежност за кажњавање по овом основу на територији Европске уније. Четири кажњене банке су формирале картел који је повезан с каматним дериватима деномираним у еврџу – фјучерси, опције, свопови итд. Шест банака је учествовало у једном или више билатералних картела повезаних с каматним дериватива деномираним у јенџу, што је забрањено по прописима Европске уније. У случају каматних деривата у еврџу, картел су образовале од септембра 2005. до маја 2008. године Барклис банка, Дојче банка, РБС и Сосиете женерал с циљем да утичу на цијене наведених деривата.

У случају еуриборџа, Барклис банка је добила имунитет и није платила казну од око 690 милиона евра пошто је Европској комисији открила злоупотребе на тржишту, саопштила је Европска комисија. Дојче банка је кажњена са 465,8 милиона евра, Сосијете женерал са 445,8 милиона евра, а РБС са 131 милионом евра. Тим банкама је казна смањена за 10% због сарадње у истрази.

Комисија је саопштила да је у вези са манипулацијом еуриборџом отворена истрага против банке Креди агривол, ХСБЦ и Џеј Пи Морган. У поступку због манипулација тиборџом и *JPY* либорџом, УБС неће платити казну пошто је Европској комисији указала на кршење прописа, односно постојање картела. УБС је због сарадње у истрази ослобођен казне од 2,5 милијарди евра која би му била изречена због учешћа у пет од седам прекршаја. Дојче банка ће платити казну од 259 милиона евра, РБС 260 милиона евра, Џеј Пи Морган 80 милиона евра, амерички Ситигруп 70 милиона евра, а брокерска кућа РП Мартин 247.000 евра.

Дакле, Дојче банка, против које су вођене истраге за манипулацију међубанкарским каматним стопама у еврџима и јенима, мораће да плати казну од 725 милиона евра, а банка Сосијете женерал, против које је вођена истрага за еуриборџ, платиће 446 милиона евра. На плану манипулације *JPY* либорџом и тиборџом, Европска комисија је утврдила да је почињено седам “билатералних прекршаја” који су трајали од једног до 10 мјесеци у периоду

2007. до 2010. године. С друге стране, Ситигруп је изузета од кажњавања по једном прекршају због чега је избјегла да плати казну од 55 милиона евра ([www.bbc.co.uk](http://www.bbc.co.uk)). У више земаља су већ, прије окончања ове истраге, изречене високе казне банкама због манипулације либором. УБС је већ платила милијарду швајцарских франака, РБС 600 милиона US\$, а Барклис око 450 милиона US\$.

## Закључак

Преузимање власничких удјела неке компаније представља стратешку трансакцију која је значајна како за купца, тако и за продавца у овој трансакцији. Након петог таласа преузимања дошло је до појаве и масовне употребе мобилне телефоније, што указује да овакви таласи имају позитиван утицај на глобална економска кретања. Данас можемо говорити о тзв. шестом таласу преузимања глобалних размјера, након којег је могућ нови технолошки циклус који подразумијева нови раст глобалне економије. Након окончања овог таласа, може се очекивати изузетан технолошки напредак и привредни раст и развој на глобалном нивоу. У фокусу пажње су компаније из домена информационих технологија, те њихово пословно повезивање са аутомобилском и другим гранама машинске индустрије (роботика), развој и широка примјена биотехнологије, нанотехнологије и сл.

Према наводима њемачког листа Шпигл, неке угледне мултинационалне банке веома су се обогатиле у претходној 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, Џеј Пи Морган, Дојче банка и др., успјеле су да остваре огромне профите. Велики притисак европске јавности након спознаје о улози француских, њемачких, аустријских и британских банака на робним берзама и њиховим спекулацијама цијенама хране генерисао је потребу за јачом регулацијом и већом транспарентношћу трговањем изведеним финансијским инструментима на робним берзама.

У намјери да у будућности избјегну овакве ситуације, министри финансија Европске уније постигли су 18.12.2013. године договор о тзв. другом стубу банкарске уније, која ће обезбједити да се банке у будућности не спасавају средствима пореских обвезника – дакле директним фискалним инструментима, јер сматрају да је управо то био разлог дубоке кризе евра у 2008. години. Други стуб банкарске уније директно је наслонен на јединствени надзор и супервизију банака у Европској унији. Други стуб подразумијева већ усвојена правила за санацију или ликвидацију проблематичних

банака, те договор о јединственом механизму за санацију банака, укључујући и институције које ће надзирати провођење тих правила и фонда којег ће саме банке заједнички формирати у сврху прикупљања средстава за њихову санацију у будућности.

Шпекулација је активност усмјерена на преузимање ризика, јер шпекуланти користе берзанске трансакције да би остварили профит из кретања цијена на тржишту. За разлику од шпекулације, манипулација је недозвољена активност којом се на берзи – кроз берзански систем трговања – жели утицати на цијену неке хартије од вриједности и на тај начин остварити одређене погодности – остваривање профита, власништво, избјегавање штетних посљедица скривених губитака и сл.. Може се рећи да је однос шпекулација - хеџинг увијек игра са нултим резултатом – док неко од учесника не изгуби, други учесници не могу зарадити. Сума губитака и добитака свих шпекуланата и хеџера присутних на тржишту неке имовине је нула. Почетком 2013. године, водеће банке у Француској, Њемачкој, Аустрији и Великој Британији су одустале од шпекулативног трговања пољопривредним производима на терминским тржиштима, јер су бројни критичари и невладине организације били упорни у доказивању тврдњи да је овакав наступ пословних банака на тржишту хране директно повезан са глобалном нестабилношћу цијена хране. Према подацима специјализоване агенције Уједињених нација за храну и пољопривреду (FAO) цијене прехранбених производа су и више него удвостручене у посљедњих 10 година. Аналитичари тврде да је сток шпекулативног капитала већи од тренутно глобално расположивих количина хране за око 200 милијарди US\$.

На крају, показало се да тзв. “меки” приступ регулатора у еврозони није дао задовољавајуће резултате, те је Европска комисија предузела крајњу мјеру спасавања еврозоне, примјеном оштре казнене политике. То је довело до санкционисања водећих банке еврозоне казнама које су изражене у милијардама евра. Наиме, на основу повјерљивих информација, Европска комисија је отворила истражни поступак у фебруару 2013. године против УБС, РБС, Дојче банке, Ситигруп, Џеј Пи Морган и РП Мартин, а 4. децембра казнила је са укупно 1,7 милијарди евра шест финансијских институција због манипулације међубанкарским каматним стопама у еврима (*euribor*) и јенима (*JPY libor* и *tibor*).

Сагледавањем тренутне ситуације може се закључити да и сада (крајем 2013. године) шпекулативни послови банака (нарочито на тржишту изведених финансијских инструмената – финансијских деривата) које су регистроване и послују у еврозони, нису у складу са етичким нормама и интересима заједнице у којој функционишу.



## Литература

- Bryer, L., Simensky, M. (2002). *Intellectual property assets in mergers and acquisitions*, John Willey and Sonns.
- Frankel, M. (2002). *Merger and Aquisitions Basics*. John Willey and Sonns.  
<http://business.time.com>  
<http://rt.com/news/food-price-speculation-banks-411/>
- Matthews, C. (2013). Mergers and Acquisitions Boom! Is This a Good Sign for the Economy?, <http://business.time.com/2013/02/15/mergers-and-acquisitions-boom-is-this-a-good-sign-for-the-economy/>.
- Saunders, A. Cornett M.M. (2006) Финансијска тржишта и институције, Пословни дневник, МАСМЕДИА
- Економски речник. (2006). 2. измењено и допуњено изд. Београд: ЦИД Економског факултета.
- Милојевић, Д. (1996). Лексикон финансијских тржишта. Београд: Савремена администрација.  
[www.bbc.co.uk](http://www.bbc.co.uk)  
[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)  
[www.ekapija.com](http://www.ekapija.com)  
[www.ft.com](http://www.ft.com)  
[www.guardian.co.uk](http://www.guardian.co.uk) › Business › Financial Services Authority (FSA)  
[www.oxfam.org](http://www.oxfam.org)  
[www.spiegel.de](http://www.spiegel.de)  
[www.wdm.org.uk](http://www.wdm.org.uk)  
[www.wsj.com](http://www.wsj.com)



Саша Вученовић<sup>1</sup>

Драган Миловановић<sup>2</sup>

## Управљање инвестиционим пројектима у Републици Српској

### Management of investment projects in the Republic of Srpska

#### Резиме

Управљање пројектима је процес креативне оптимизације расположивих ресурса који укључује припрему, оцјену, извршење и пословање предметна инвестирања. У последњем периоду може се примети да све већи број предузећа у Републици Српској улази у реализацију пројеката који не дају очекиване (пројектоване) ефекте. Анализом резултата provedене истраживања дошло се до закључка да већина предузећа у Републици Српској не примјењује концепт управљања пројектима, што негативно утиче на ефикасност управљања пројектима и рационалну (оптималну) алокацију ресурса у предузећима. Ефекти инвестирања у предузетничке пројекте у Републици Српској су скромни, односно 45% пројеката који се реализују представљају промишлене инвестиције на којима предузеће први пут инвестирају. Освојени ефекти инвестирања у складу су са планираним тек код 18% пројеката, а већи од планираних у 5% пројеката. Посматране инвестиције нису имале ни позитивне ни негативне ефекте код 10% пројеката.

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, [sasa.vucenovic@efbl.org](mailto:sasa.vucenovic@efbl.org)

<sup>2</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, [dragan.milovanovic@efbl.org](mailto:dragan.milovanovic@efbl.org)

**Кључне ријечи:** *инвестирање, ујрављање, пројекти, ефикасност, инвестициона одлука, инвестиционе методе оцјене пројеката.*

## Summary

*Project management is the process of creative optimization of available resources, including the preparation, evaluation, implementation and management of cases of investment. In the last period, it may be noted that an increasing number of enterprises in the Republic of Srpska enters the implementation of projects that do not provide the expected ( projected ) effects. By analyzing the results of the study led to the conclusion that most of the companies in the Republic of Srpska does not apply project management concepts, which negatively affects the efficiency of project management and rational ( optimal ) allocation of resources in companies. The effects of investment in entrepreneurial projects in the Republic of Srpska modest, or 45 % of the projects that are being implemented are the failed investment where a company suffers losses. The effects of investments in accordance with the planned only in 18 % of the projects, a greater than 5 % of the planned projects . Observed investment had both positive and negative effects in 10 % of projects.*

**Keywords:** *investment, management, projects, efficiency, investment decisions, investment project evaluation methods.*

## Увод

Развојем тржишта капитала и сложенијих тржишних односа, инвеститор најчешће више није сам у могућности да квалитетно проучи и сагледа све услове и околности које утичу на реализацију предузетничког пројекта. Да би предузеће опстало, менаџмент мора да нађе одговор на промјене у окружењу, које, опет, иницирају и промјене у предузећу. Пројекат представља начин да се ријеше проблеми са којима се сусреће носилац привредне активности, односно представља средство да се уведу промјене. Најважнији и најтежи задатак менаџмента пројектно оријентисаног предузећа јесте разматрање и доношење инвестиционих одлука.

Велика друштвена предузећа, која су била организована као комплексни економски конгломерати у СФРЈ, најчешће нису стварана на економским принципима, већ вољом политичког фактора и већ у првој половини 80-их година прошлог вијека као таква упадају у кризу. У посљедњем периоду може се примијетити да све већи број предузећа у Републици Српској улази у реализацију пројеката који не дају очекиване (пројектоване) ефекте. Разлози значајних одступања пројектованих вриједности предузетничког

пројекта и остварених ефеката инвестирања су разноврсни. Најчешће посљедице лошег инвестирања су: да су стварна улагања у пројекат значајно већа од планираних, да се предимензионарају инсталирани производни капацитети, да се потцијене трошкови пословања и цијена коштања производа/услуге, да се прецијени планирани пласман, услови и начин продаје производа, итд. Инвестициона одлука имплицира бројне позитивне, односно негативне посљедице за предузеће, запослене, власнике и ширу друштвену заједницу.

Инвестиције се могу посматрати са два аспекта: макроекономског и микроекономског. Макроекономски аспект обухвата разматрање инвестиционе проблематике на нивоу националне привреде, док микроекономски аспект подразумева проблематику управљања инвестицијама на нивоу основних привредних субјеката предузећа. У овом раду акценат ће бити на микроекономском аспекту проучавања инвестиција. Истраживање је дефинисано као покушај да се сагледа постојеће стање у начину и процесу доношења инвестиционих одлука у домаћој привреди, као и ефектима постојећег начина припреме оцјене и реализације инвестиционих пројеката. Проблем истраживања је везан за научну валоризацију значаја квалитетне припреме инвестиционих студија и елабората као подлоге и оруђа за доношења инвестиционих одлука у предузећу.

Предмет посматрања у овом раду је ефикасност управљања пројектима у Републици Српској, која представља посебан привредни и економски ентитет у Босни и Херцеговини. Успјешно инвестирање у предузећу захтијева ваљано обављање бројних претходних и припремних радњи: од трагања за инвестиционим идејама до израде, селекције, избора и извођења инвестиционог пројекта. Циљ рада је да научно утврди најчешће грешке које се чине приликом финансијског пројектовања улагања у предузетничке пројекте. Такође, циљеви рада су и дијагноза постојећег модела припреме инвестиционих подлога и доношења инвестиционих одлука у привредним друштвима, те утврђивање значаја и предности методолошког концепта припреме и оцјене инвестиција.

На основу проблема, предмета и циљева истраживања, поставили смо научну хипотезу: *Инвестиционе одлуке у већини наших предузећа најчешће се доносе на основу емпирије, без детаљне стручне и научне анализе инвестиције.*

## 1. Теоријски концепт припреме и оцјене инвестиционих пројеката

Инвестирање је један од најсложенијих пословних процеса коме се посвећује посебна пажња. Различити аутори различито дефинишу суштину ове појаве, углавном због различитих аспеката из којих посматрају инвестиције. Сам коријен ријечи води поријекло из латинског језика, а у форми *investitio*, из кога је изведена, носи значење улагања капитала у неки уносан посао. Стога, инвестиције можемо схватити као вид улагања. То је имовина која се купује с надом да ће се у будућности вратити кроз увећани ефекат улагања. Аутори који се баве истраживањем инвестиција разликују економски и финансијски смисао инвестиција (Van Horne&Wachowicz, 2002). У економском смислу инвестиције представљају улагање у добра која се користе с циљем да у будућности створе богатство. Као примјери економских инвестиција могу се навести изградња фабрике ради производње добара, или улагање у школовање које ће у будућности донијети видљиве резултате. Финансијски смисао инвестиција подразумијева коришћење монетарне имовине која ће у будућности донијети приход, вратити се увећана, или ће бити продата по већој цијени од набавне. Као примјер финансијских инвестиција могу се навести куповина обвезница, акција и некретнина.

Основна карактеристика инвестирања је улагање средстава, а оно што је кључно је да та улагања не доносе корист одмах, већ након неког временског периода. Можемо рећи да је инвестирање заправо одрицање од потрошње у садашњости ради остваривања одређених користи у будућности. Према Пеумансу, то је размјена нечег извјесног за низ нада у будућности (Peumans, 1965).

Смисао инвестирања је у остваривању одређених ефеката. Ти ефекти су повезани са циљем предузећа да расте и да се развија, да би стекло што бољи положај у друштвено-економском окружењу и да би било конкурентно.

С друге стране, инвестирање као инвестирање није само по себи рјешење свих проблема и не гарантује успјех. Погрешне инвестиционе одлуке и стратегије могу успорити, или чак уназадити развој привредног субјекта. Доношење правих инвестиционих одлука је прилично тежак посао, а много тога зависи и од визија, али и од разних интерних и екстерних фактора.

Појам пројекат најчешће се користи за опис активности које предузећа не обављају свакодневно, већ се такве активности обављају повремено и према потреби, дакле јединствени су и привремени (Buble, 2000). Привременост, као карактеристика пројекта, подразумијева да сваки пројект има свој почетак и крај, а јединственост значи да је производ или услуга на неки

начин различита од сличних производа и услуга рађених до сада. Појам програм подразумијева планирани и организовани рад који се врши због постављања дугорочних циљева и често се састоји од неколико повезаних пројеката који имају заједнички циљ (Omazić i Baljkas, 2005). Ријеч пројекат долази од латинске ријечи *projectum*, изведене из ријечи *projicere* што значи “бацити нешто напријед”. Најзначајнија свјетска организација за стандардизацију примјене пројектног менаџмента “Project Management Institute”, дефинише пројекат као привремено настојање да се створи производ или услуга (Project Management Institute London, 2000). Пројекат је сложен и непоновљив пословни подухват, усмјерен коначним циљевима у будућности, који се изводи са ограниченим људским и материјалним ресурсима и у ограниченом времену.

D. Voddy и D. A. Vuchanan дефинишу пројект као јединствени подухват с почетком и крајем, који воде људи, према постављеним циљевима, укључујући параметре трошкова, распореда и квалитета (Kuvačić, 2001).

Керзнер дефинише пројекат као било који низ активности и задатака који имају одређени циљ, који треба испунити одређене спецификације, имају одређен почетак и крај, ограничена финансијска средства, троше ресурсе (и људске и техничке), те су вишефункционални (Kerzner, 2003).

Клеим (Kleim) и Лудин (Ludin) дефинишу пројекат као скуп различитих активности, обављених у логичком низу како би се дошло до одређенога резултата. Додају да свака активност, као и цијели пројекат, имају дефинисан почетак и крај (Kleim, Ludin, 1998).

Из претходно наведених неколико дефиниција пројекта, уочавамо неколико опште прихваћених особина и карактеристика пројекта.

Најзначајније особине пројекта су (Project Management Institute London, 2000):

1. циљ (сврха реализације);
2. рокови (ограничено вријеме за достизање циљева);
3. комплексност (примјена технологије);
4. обим и природа задатка (план реализације);
5. ресурси (благовремено планирање и набавка);
6. организациона структура (мјесто и улога руководиоца пројекта);
7. информациони и контролни систем (праћења, контроле и извештавања на пројекту).

Општеприхваћене карактеристика пројекта су (Project Management Institute London, 2000):

1. пројекат је сложен подухват;
2. за резултат има јединствен производ или услугу;
3. има све елементе пословног процеса:

4. подухват који се одвија у будућности;
5. прате га ризик и неизвјесност;
6. јединствен и непоновљив подухват;
7. временски је ограничен и једнократан;
8. садржи коначне циљеве;
9. има своју структуру;
10. ограничен је људским и материјалним ресурсима;
11. захтјева координацију и управљање.

Управљање предузетничким пројектима је процес креативне оптимизације расположивих ресурса, а укључује припрему, оцјену, извршење и пословање предмета инвестирања. Планирање предузетничких пројеката је активност доносиоца инвестиционих одлука која се заснива на примјени метода и техника рада усмјерених на израду поуздане документационе основе за доношење одлуке о прихватљивости појединих рјешења и пројеката у цјелини.

Неопходне анализе при изради једног инвестиционог програма у себи садрже сазнања већег броја научних области. Комбиновањем сазнања из различитих области довело је до експоненцијалног развоја управљања пројектима (инвестицијама) као научне дисциплине. Финансијска анализа и оцјена инвестиционих пројеката јавља се као неопходан предуслов доказивања оправданости предузетничког пројекта у циљу што боље алокације капитала инвеститора. У почетку је финансијску оцјену предузетничког пројекта вршио сам инвеститор.

Управљање пројектима релативно је нова наука, настала средином прошлог вијека, током Другог свјетског рата. Међутим, није тешко примијетити да су основе пројектног менаџмента настале и коришћене веома давно. Древни списи старих Египћана о изградњи пирамида нису ништа друго до пројектна документација у којој су унапријед били дефинисани циљеви, с почетком и завршетком, ограниченим ресурсима и јединственим крајњим резултатом. Исту ситуацију имамо и приликом изградње инфраструктурних пројеката Римског царства, попут аквадукта или изградње цеста.

Највећи напори у смјеру развоја адекватне методологије управљања пројектима, коју данас познајемо, начињени су 50-их година прошлог вијека. У том периоду приликом реализације пројеката појавила се потреба за методологијом документовања свих процеса у пројекту и управљања кључним ресурсима – људима, материјалом, опремом и новцем, те временом, настојећи при том да буду испуњени основни захтјеви пројектног задатка. Велики допринос у области управљања пројектима у свијету дао је амерички институт за управљање пројектима Project Management Institute (PMI). Институт за управљање пројектима је основан 1969. године, а први доку-



мент са описима процедура и препорука за вредновање и сертификацију пројект менаџера појавио се у августу 1983. у часопису *Project Management Journal*. Први самостални документ Институт за управљање пројектима је усвојио и издао у августу 1987. године под називом *The Project Management Body of Knowledge*, на основу којег је, послије дуготрајних дискусија и измјена, настало прво свеобухватно и издање стандарда из 1996. године под називом *A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK Guide)*. Од 90-их година прошлог вијека појављују се и британски стандарди са процедурама и упутствима везаним за управљање пројектима, али је њихов утицај у пракси, за сада, значајно мањи. Нагли развој пројектног менаџмента посљедњих година резултат је емпиријских истраживања и неколико важних трендова (Omazić i Baljkas, 2005):

- доступност технологије;
- утицај мултинационалних компанија;
- пораст утицаја стратегије на пројектни менаџмент;
- доступност ширег обухвата алата и техника пројектног менаџмента;
- све већи утицај купаца;
- смањење животног вијека производа.

Управљање пројектима је умјетност усмјеравања и координисања људских и материјалних ресурса током животног циклуса пројекта, коришћењем модерне технике управљања, а ради достизања претходно дефинисаних циљева *области дејства*, цијене, времена, квалитета и задовољства учесника (Wideman, 1997). Област дејства пројекта је садржај рада и готов “производ” за који се пројекат прави. Понекад област може да представља и очекиване резултате или достигнућа, остављајући детаље координатору пројекта. Аналогно томе, све фазе или компоненте пројекта имају своје области дејства. Област дејства је потпуно дефинисана детаљним описом крајњег производа који ће настати из пројекта, укључујући стандарде и све активности које се спроводе, као и потребне ресурсе. Област дејства се уводи са кратким описом пројекта (или његовог дијела) и генералног циља. Кориштење техника управљања пројектима омогућује менаџерима (Gray&Larson, 2003):

- детаљно одређивање активности које требају бити изведене;
- планирање потребних ресурса;
- постављање временских рокова и контролних тачака;
- препознавање начина на који ће све то бити одрађено;
- и како се организовати.

Успјешност функционисања пројеката као система зависи од тога како се реализују дефинисани циљеви у динамичком окружењу. Међутим, мора се нагласити да на системе овакве врсте дјелују и спољне и унутрашње

сметње. Од оних најједноставнијих, чије се дејство може предвидјети, и чије су посљедице дјеловања на систем познате, па је познато и преузимање управљачких мјера за њихово уклањање, до таквих сметњи које се не могу предвидјети, а нису познате ни одговарајуће управљачке мјере за њихово уклањање. Ако се свему што је наведено дода и доста низак степен детерминисаности таквих система, онда је у потпуности јасно да је пројектом неопходно управљати. Реализацију пројекта карактерише велика сложеност, огромни трошкови као и велики број учесника у реализацији.

Сваки пројекат започиње уочавањем шансе и уобличавањем идеје да се на одређеном тржишту може профитабилно понудити неки производ или услуга. На стварање идеје за одређени пословни подухват највише утиче акумулирано знање потенцијалног предузетника у одређеној области или тржишту (на основу претходног радног искуства, образовања и стечених знања и сл.) и креативности, односно могућност да се на основу акумулираних информација и знања уочи пословна шанса и дефинише пословна идеја (Вукмировић, 2006). Анализа и оцјена оправданости пословне идеје подразумијева израду бизнис плана, односно инвестиционе студије. Постоје многе дефиниције бизнис плана, али са аспекта малог бизниса најпримјеренија је дефиниција која каже: “Бизнис план (пословни план) представља методолошку обраду пословне идеје којом се доказује оправданост њене реализације, при чему појам “методолошка обрада” подразумијева да се провјера идеје врши према неком признатом упутству, тј. методологији, која дефинише форму и садржај бизнис плана, а са циљем да се испитују ефекти идеје и тако смањи ризик како за предузетника, тако и за кредитора, односно саулагача прије него што се бизнис започне.” (Kirby, 2003).

За бизнис план се често користе и термини: инвестициони програм, инвестициона студија, физибилити студија, елаборат, пословни план и сл. У свим овим случајевима ради се мање-више о једном документу. Суштинске разлике у садржају не постоје, али је уобичајено да се ови термини дају пројектима који захтијевају већа улагања или су од ширег друштвеног значаја, а назив бизнис план најчешће се користи у провјери идеја које не захтијевају велика инвестициона улагања (Пауновић и Зиповски, 2008). Бизнис план је план пословних активности у најширем смислу и може да се односи како на будуће пословање предузећа у постојећим оквирима (технологија, кадрови, финансијски ресурси, итд.), тако и у новим оквирима у којима су они увећани одговарајућим инвестицијама (Batarello, Grabovski, Jurković i Kraljević, 1994). Поједноставимо, предузеће може да направи бизнис план и када планира и када не планира да инвестира у будућем периоду. Инвестициона студија се, с друге стране, односи искључиво на ситуацију када предузеће инвестира - било у постојеће, било у потпуно нове области. Њена сврха је

управо у томе да се начини анализа и да се оцијени оправданост или изводљивост (*feasibility*) конкретне инвестиције. У овом смислу инвестициона студија се може сматрати само једном специфичном врстом бизнис плана, која је због много ширег контекста примјене у методолошком смислу детаљније разрађена. И за њену припрему постоји мноштво методологија, али током вишедеценијске примјене и под утицајем најзначајнијих међународних институција у области инвестирања (прије свега Свјетске банке и UNIDO – а), дошло је и до одређене стандардизације праксе и примјењиваних метода у овом домену, тако да се издвајају неколико ширих усвојених методологија. Генерално, постоји више прихваћених методологија.

Најпознатије методологије за израду инвестиционих студија (*Feasibility Studies*) су методологије Свјетске банке и UNIDO -а (организације УН за индустријски развој). Оне су постале општеприхваћени стандарди у свијету, што је разумљиво јер је управо посредством ових институција (директним или индиректним утицајем на одговарајуће институције у свијету) одобрен највећи број инвестиционих кредита (Bendeković, 1993). Приручник UNIDO се базира на методологији коју је за ову сврху развила истоимена организација УН, док је методологија Свјетске банке прије свега прихваћена унутар банкарског (међународног) система (на њој се, као што је речено, базира и методологија која је прихваћена од стране наших банака). Први поглед на “пројектне задатке” (садржај) инвестиционе студије које методологије захтијевају може, међутим, да наведе на закључак да су разлике значајне: UNIDO-ва методологија подразумева 11 тачака – поглавља које треба обрадити, док их методологија Свјетске банке има 14. Када се анализира њихов садржај, врло брзо се може увидјети да су разлике између ове двије методологије формалне а не суштинске. Аргументације и за један и за други приступ су релевантне и имају своју конзистентност, па се не може говорити о “бољим” или “лошијим” рјешењима уопште, већ евентуално о практичнијим и примјеренијим рјешењима у конкретним ситуацијама.

Начин прикупљања, обраде, а затим њихове анализе и коначно примјене метода оцјењивања пројекта су готово идентични. Што је најважније - као основне сугеришу се исте методе оцјене пројекта: метода дисконтованих новчаних токова, тј. нето садашње вриједности и интерне стопе приноса. У основи, дакле, ради се о финалним разликама и о другачијим груписањима и/или презентацијама истих питања. Наведене констатације о суштинској сличности стандардних методологија UNIDO -а и Свјетске банке можда најбоље илуструје сљедећи упоредни преглед садржаја њихових пројектних задатака, гдје су најочљивије разлике у степену детаљизације. У пракси се приликом анализирања и оцјене инвестиционе идеје користе и тзв. њемачки и амерички модел пројектног задатка.

**Табела 1.**

Пројектни задаци према различитим методологијама

1. Методологији УНИДО	2. Методологији Свјетске банке
1. Увод концепт програма 2. Основни подаци о инвеститору 3. Тржиште пласмана 4. Тржиште набавке 5. Локација 6. Техничко технолошка анализа 7. Организација 8. Екологија 9. Динамика имплементације пројекта 10. Економска финансијска анализа 11. Анализа осјетљивости	1. Сажетак инвестиционе студије 1.1. Увод 1.2. Одговорне особе за податке у инвестиционом програму 1.3. Сажетак 2. Анализа развојних могућности инвеститора 2.1. Опште информације о инвеститору 2.2. Технички услови и обим постојеће производње 2.3. Положај инвеститора на тржишту продаје и набавке 2.4. Квалификациона структура и број запослених радника 2.5. Анализа досадашњег пословања 2.6. Коначна оцена развојних могућности и способности инвеститора 3. Анализа тржишта продаје 3.1. Карактеристике планираног производа 3.2. Анализа продаје и пројекција тржишта 3.3. Анализа и пројекција понуда 3.4. Могући обим пласмана планиране производње 4. Техничко-технолошка анализа 4.1. Приказ варијанти техничко-технолошког решења 4.2. Начин решења технолошког проблема 4.3. Опис одабраног технолошког решења 4.4. Опис опреме 4.5. Прорачун капацитета главних машина за производњу 4.6. Предрачунска вредност опреме 4.7. Грађевински објекти 4.8. Технички капацитет 4.9. Материјални инпут 4.10. Класификациона структура радника 5. Анализа тржишта набавке 5.1. Карактеристике планираних сировина и материјала 5.2. Анализа набавке у претходном периоду 5.3. Прогноза набавке 6. Анализа шире и уже локације 7. Анализа заштите човјекове околине и заштита на раду 8. Организациони аспекти инвестиције 9. Анализа изводљивости и динамика радова 10. Економска финансијска анализа 10.1. Обим и структура инвестиционих улагања у основна средства 10.2. Обрачун потребних обртних средстава 10.3. Обрачун трошкова производње и формирање укупног прихода 10.4. Извори финансирања и обавезе према изворима 10.5. Новчани токови пројекта 11. Оцјена финансијске и тржишне ефикасности пројекта 11.1. Статичка оцјена тржишне ефикасности пројекта 11.2. Динамичка оцјена ефикасности инвестиционих улагања 12. Друштвено економска оцјена пројекта 13. Анализа осјетљивости 13.1. Статичка анализа осетљивости 13.2. Динамичка анализа осетљивости 14. Збирна оцјена пројекта
3. Пројектни задатак - њемачки модел	
1. Резиме 2. Предузеће и шта га карактерише 3. Производи и услуге 4. Тржишта 5. Конкуренција/тржишна позиција 6. Производња/продаја/инфраструктура 7. Визија и стратегија реализација 8. Оперативно и финансијско планирање 9. Анализа ризика 10. Прилози и документација.	
4. Пројектни задатак - амерички модел	
1. Executive summary 2. Опис предузећа, 3. Производи, 4. Услуге, 5. Индустрија, одговорности, тржиште, 6. Маркетинг план, 7. Оперативни план, 8. Менаџмент, организација и власништво.	

Извор: Аутори на бази УНИДО методологије, њемачке методологије, америчке методологије и методологије Свјетске банке

## 2. Управљање инвестиционим пројектима у Републици Српској

Проведено истраживање у раду може се условно подијелити у два дијела. Први дио истраживања односи се на истраживање: припреме инвестиционих подлога, процеса доношења инвестиционих одлука и ефеката реализованих пројеката на подручју Републике Српске методом упитника. Други дио истраживања се односи на анализу квалитета урађених инвестиционих студија које су биле, или би требале бити основ за доношење одлуке о инвестирању. Истраживачка анализа инвестиционих студија се бавила претпоставкама на основу којих су извршене пројекције пословања, кориштеним методама оцјене инвестиционих пројеката, очекиваним ефектима и сл. (Вученовић, 2012).

Прикупљање примарних података односи се на конкретно истраживање на терену, употребом техника упитника и интервјуа менаџера и власника, односно доносиоца инвестиционих одлука, те анализом инвестиционих студија 50 привредних друштава чији су пројекти финансирани од стране Инвестиционо развојне банке Републике Српске, у периоду 2009 - 2011. године, као и објављених годишњих финансијских извјештаја.

Узорак испитаника за истраживање проведено методом упитника обухвата 80 испитаника. Испитаници обухваћени упитником се налазе на позицијама доносилаца инвестиционих одлука у појавним облицима менаџера, власника, и менаџера и већинског власника. Подаци су прикупљали на бази методе одабраног узорка, методом упитника, тј. прикупљањем одговора на упитнике са затвореним питањима, са више могућих одговора.

Поред истраживања које испитује ставове и искуства доносилаца одлука по фазама животног циклуса пројекта (стављајући нагласак на тзв. папирне фазе) ради потпунијег сагледавања квалитета инвестиционих подлога, извршена је анализа и инвестиционих елабората који су били, или требали бити, оруђе за оцјену предузетничког пројекта. Анализирани елаборати у били саставни дио обавезне документације за финансирање пројекта од стране Инвестиционо развојне банке Републике Српске. Пласирање средстава вршено је преко финансијског посредника, једне од 9 пословних банака. Критеријуми одабира инвестиционих елабората били су сљедећи:

- предузеће обавља дјелатност дуже од 3 године,
- финансирани пројекат има вриједност већу од 300.000 КМ,
- улагање у основна средства износи више од 40 % кредита,
- предузеће се бави производном дјелатношћу,
- предузеће је радило инвестициони елаборат.

Резултати емпиријског истраживања могу се сублимирати у сљедеће:

(1) Већина менаџера у предузећима у Републици Српској приликом доношења одлука највише се ослања на лично искуство (емпирију).

(2) Мали број предузећа има усвојену дугорочну стратегију пословања и инвестициону политику предузећа. Разлози потискивања функције планирања у предузећима у Републици Српској су разноврсни, али су њима значајно допринијели поједноставњени услови привређивања након завршетка ратних дејстава у БиХ и власничка трансформација, настала као посљедица приватизације.

(3) Мотив израде инвестиционих елабората (студија) у предузећима Републике Српске није доношење инвестиционе одлуке: да ли уложити слободна новчана средства у неки пројекат или не, већ прибављање финансијских средстава од банака. Менаџмент предузећа врло тешко се одлучује за израду инвестиционе студије, неопходне за успјешну реализацију неког пројекта уколико му то није законска обавеза. Таква ситуација посљедица је што се новчана средства неопходна за израду инвестиционих студија третирају од доносиоца инвестиционе одлуке на погрешан начин као трошак, а не као улагање. Домаћи инвеститори морају схватити да добро урађен инвестициони пројекат има реалну тржишну вриједност, јер то више није само идеја, већ нешто што је доведено пред могућу реализацију.

(4) Значајан број државних предузећа израђује инвестиционе студије код већих инвестиција због законске обавезе. Перцепција доносиоца инвестиционих одлука је да студије изводљивости и инвестициони елаборати имају улогу потврде претходно донесене инвестиционе одлуке, а не основ за њено доношење, или пак да послуже као апликација за кредит.

(5) Већина власника и менаџера не познаје и не примјењује методологију управљања пројектима.

(6) Из анализе квалитета инвестиционих студија (елабората) који су били, или требали бити подлога за доношење пословне одлуке, утврђено је сљедеће:

- Инвестиционе студије нису рађене по некој од општеприхваћених методологија: Свјетске банке, UNIDO и сл.
- Истраживање тржишта продаје и набавке по правилу није рађено, па је према томе код значајног броја предузетничких пројеката без јаке аргументације одређен могући пласман робе и производа, цијене, циљно тржиште, потребе купаца, конкуренција и њихове цијене, услови продаје и набавке (број дана везивања), очекивани квалитет производа, цијена коштања и слично. Менаџери морају знати да се истовремено са избором метода оцјене ефективности инвестиција, мора водити рачуна о ваљаности подлога на којима се базира оцјена економске ефективности инвестиција. Избором добрих метода не отклањају се слабе стране подлога. Обратно, потпуне и поуздане подлоге, без добро одабраних метода оцјене, нису у стању да изразе све компа-

ративне предности предузетничких пројеката и да обезбиједи избор најбољих пројеката за усмјеравање средстава у предузећу.

- Развојне могућности инвеститора су по правилу значајно прецизијене посматрајући параметре финансијске анализе досадашњег пословања.
- Пројектоване претпоставке инвестиције и стопе раста значајно се разликују од истих остварених у претходном (историјском) периоду и просјека дјелатности и гране.
- Техничко - технолошка анализа углавном се односила на спецификацију опреме које се планира набавити од стране добављача, без анализе алтернативе.
- Приликом пројектовања инвестиција у предузећима, који већ послују, није посебно приказан утицај будуће инвестиције на пословање предузећа односно није утврђиван инкрементални економски ток.
- Примењене методе оцјене инвестиција углавном су биле статичке, а од динамичких метода најчешће су кориштене нето садашња вриједност и интерна стопа приноса. Израчунате вриједности показатеља оцјене и скоро свим инвестиционим студијама су нетачни, а најчешћи разлози грешака су да се динамички показатељи оцјене израчунавају на основу позиција биланса успјеха, да се код пројеката модернизације не користи инкрементални пословни новчани ток већ укупан новчани ток.
- Пројектни ризици нису адекватно анализирани, нити су кориштене методе квантификације ризика, а за вриједност дисконтне стопе узимана је висина каматне стопе или стопа од 10 %, без било какве аргументације исте као цијене ризика улагања.

(7) Значајан број власника и менаџера предузећа из Републике Српске сматра да средства издвојена за финансирање израде студија изводљивости представљају трошак који се тешко може оправдати, односно да се ради и о непотребним улагањима.

(8) Предузећа у Републици Српској приликом припреме инвестиција најчешће не ангажују консултанте када припремају инвестиције. Искуства значајног броја инвеститора који ангажују консултанте су доста лоша, тј. раширено је мишљење да на тржишту Републике Српске, већ дужи период, постоји поплава квази-консултаната. Инвеститори су заинтересовани и спремни консултантима платити суштину, а не форму која ће им помоћи при рјешавању пословних проблема.

(9) Најзначајнији интерни проблеми приликом реализације инвестиције су кадрови, односно дефинисање потребног нивоа знања и мотивације људи који учествују у реализацији пројекта. Као други значајан проблем

приликом реализације инвестиција инвеститори наводе властите процијене, које се односе на вријеме реализације, трошкове, приходе и моменат имплементације. Значајни интерни проблеми још су како обезбиједити интерне изворе финансирања (буџета), изградити ауторитет вође пројекта, контрола и комуникација.

(10) Најзначајнији екстерни проблеми са којима се инвеститори сусрећу приликом реализације инвестиција су: правни систем и правна несигурност у Републици Српској, утицај политике и политичке припадности (највише се испољава на тендерима, које расписује држава, јединице локалне самоуправе и јавна предузећа, те кроз добијање неопходних дозвола, сагласности и подстицаја). На претходне екстерне проблеме испитаници надовезују спору администрацију, прибављање повољних туђих извора финансирања, монополски и олигополски положај конкурената, те корупцију.

(11) Велики број инвестиционих пројеката, који се раде и реализују у пракси, носе недостатке и грешке статичког начина оцјене економске оправданости, што се значајно одражава на анализу успјешност цјелокупног предузетничког подухвата. Посебан недостатак оваквог начина оцјене је да он не пружа податке о смањеним ефектима инвестиције у почетном и завршном периоду експлоатације, па тиме ни могућности за планирање правовремених интервенција и побољшања. Због значајних недостатака које статичке методе оцјене предузетничких пројеката имају (сагледавају понашање инвестиције у датој години), оне не би смјеле бити основ за доношење инвестиционе одлуке, већ само могу служити као допуна. Инвестициону одлуку треба доносити комбинацијом динамичких метода оцјене, што није случај приликом реализације инвестиција у Републици Српској.

(12) Власници и менаџери предузећа у Републици Српској не познају савремене методе оцјене инвестиционих пројеката. Развој науке о управљању пројектима допринио је да се приликом буџетирања капитала у развијеним земљама подразумијева примјена наведених метода, изузев за метод реалних или стварних опција који се користи углавном код великих пројеката, код нас имамо супротну ситуацију односно да је познавање ових метода више изузетак него правило.

(13) Ефекти инвестирања у предузетничке пројекте у Републици Српској су скромни, односно 45% пројеката представљају промашене инвестиције на којима предузеће трпи губитке. Остварени ефекти инвестирања у складу су са планираним тек код 18% пројеката, а већи од планираних у 5% пројеката. Посматране инвестиција нису имале ни позитивне ни негативне ефекте код 10% пројеката.

(14) Резултати истраживања показују да постоје велика одступања планираних вриједности улагања извршених улагања. У том смислу утврђено



је да постоје велика одступања планираних вриједности улагања у пројекат и неопходних стварних улагања. Одступање у вриједности 20-30% од планиране вриједности има скоро трећина пројеката (32,50%). Веома велика одступања која се крећу између 30% и 40% планиране вриједности има једна петина пројеката (20%), а мање или више прихватљива одступања од мање од 10% има тек 15% пројеката. Наведена одступања указују на значајне пропусте и неадекватно сагледавање инвестиционих потреба у фази припреме и планирања пројеката.

У складу са постављеном основном хипотезом, резултати показују да у предузећима у Републици Српској нема примјене теоријско-методолошког оквира анализе и оцјене инвестиција, односно да нема рационалне алокације ресурса и ефикасног управљања пројектима.

### 3. Дискусија резултата

Анализом резултатаведеног истраживања дошло се до закључка да већина предузећа у Републици Српској не примјењује концепта управљања пројектима, што негативно утиче на ефикасног управљања пројектима и рационалну (оптималну) алокацију ресурса у предузећима. Дискусија добијених резултата извршиће се поређењем резултата истраживања са другим проведеним истраживањем.

У нади да ће и статистички доказати ефикасност примјене стандардизоване методологије управљања пројектима, Project Management Institute (PMI) је 2004. наручио детаљну студију под називом: "Researching the Value of Project Management". Резултати те мултидисциплинарне анализе и трогодишњег истраживања на терену приказују увјерљиве доказе о вриједностима препознатим у случајевима исправне примјене методологије управљања пројектима. Резиме тог истраживања можемо приказати у сљедећим подацима:

- 20% пројеката пропадне одмах;
- само једна трећина је успјешна;
- једна трећина донесе негативне резултате;
- 50% пројеката премаши планирани буџет;
- 70% пројеката не испуњава циљеве (рокови, трошкови, квалитета).

У међувремену је било и неколико других истраживања која су се углавном бавила посљедицама изостанка примјене концепта управљања пројектима. Међу најважнијим истраживањем ефикасности управљања пројектима наводи се истраживање које је провела Standish Groupa (Standish Group 2011). Chaos Report је референтни извјештај који с времена на вријеме из-

даје Standish Groupa а којим се одређује статус и смјернице о ефикасности управљања пројеката.

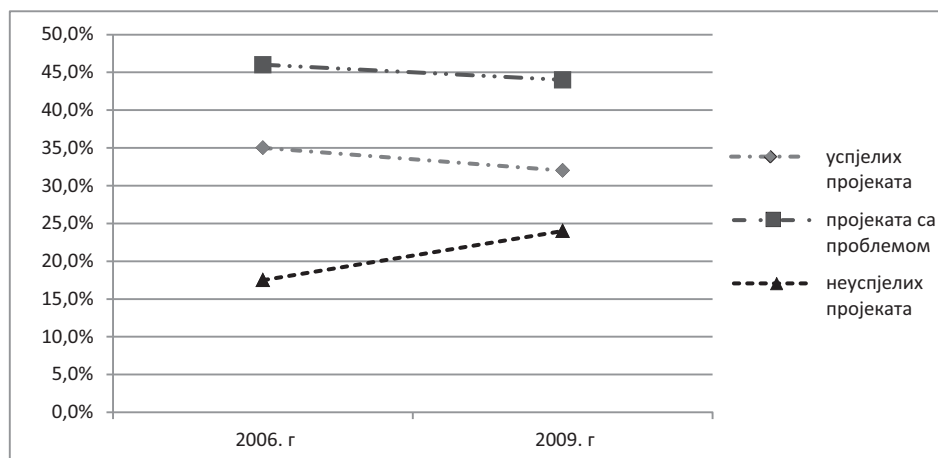
Извјештај које је 2009. године објавила Standish Groupa показују да се ефикасност управљања пројектима у развијеним земљама погоршала у односу на претходно објављени извјештај.

Објављени резултати истраживања показују сљедеће:

- 32% пројеката завршава се на вријеме у оквиру буџета и захтијеваних функција и испорука;
- 44% пројеката је у проблемима, што значи да је дошло до прекорачења или времена или буџета, или пројекат не испоручује захтијевани квалитет производа;
- 24% свих пројеката су прекинути, односно пропали.

### Графикон 1.

Резултати истраживања Standish Groupa 2009. и 2006.



Извор: (Standish Groupa 2009. and 2006.)

Извјештај Standish Groupa објављен 2006. године показивао је напредак у односу на претходни период. У извјештају објављеном 2009. године, утврђена је лошија ефикасност управљања пројектима. Као и код сваког извјештаја, Standish Groupa објављује и цијели низ разлога и објашњења који су утицали, а један од занимљивијих је рецесија.

Извјештај као разлоге неуспјеха пројеката још наводи и сљедеће:

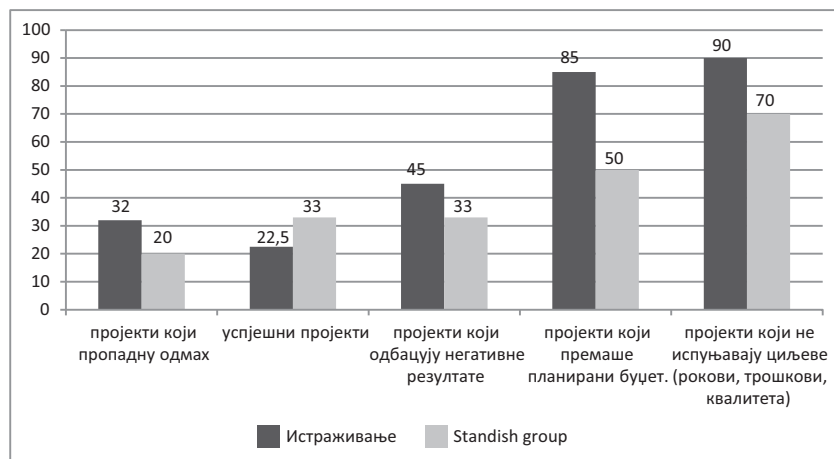
- Слабо дефинисана намјена и циљеви пројекта, што скоро онемогућава успјешно извођење пројекта.
- Слаба координација међу ресурсима и активностима, која је обично повезана са лоше израђеним терминским планом пројекта.

- Недовољна фреквенција комуникације међу заинтересованим странкама, што се може видјети код испоручивања резултата, који не одговарају очекивањима наручиоца; то је могуће уклонити са унапријед предвиђеним контролним тачкама пројекта.
- Лоша процјена трајања и трошкова, због чега пројекат траје дуже и кошта више него што је било предвиђено.
- Неодговарајуће планирање ресурса и активности, које је најчешће последица потцјењивања тј. неискуства вође пројекта.
- Преслаб надзор над пројектом, због чега није могуће установити тачно стање код пројекта или је слабо евидентно, онда кад може бити већ прекасно.
- Преслаб надзор квалитета, због чега се добијају резултати који су неприхватљиви или неупотребљиви.

Уколико извршимо поређење резултатаведеног истраживања са истраживањем Standish Groupа, лако долазимо до закључка да је ефикасност управљања пројектима у Републици Српској значајно мања у односу на публиковане податке у извјештају којим су, углавном, обухваћене развијене земље.

## Графикон 2.

Упоредни приказ резултата истраживања и резултата Standish Groupа



Извор: Резултати истраживања аутора

Ефекти инвестирања у предузетничке пројекте у Републици Српској су скромни, односно чак 45% пројеката представљају промашене инвестиције на којима предузеће трпи губитке. Остварени ефекти инвестирања у складу су са планираним тек код 18% пројеката, а већи од планираних у 5%

пројеката. Посматране инвестиција нису имале ни позитивне ни негативне ефекте код 10% пројеката.

Истраживањем је утврђено да у Републици Српској постоје велика одступања планираних вриједности улагања у пројекат и неопходних стварних улагања. Одступање у вриједности од 20 до 30% од планиране вриједности има скоро трећина пројеката (32,50%). Веома велика одступања која се крећу између 30-40% планиране вриједности има једна петина пројеката (20%), а мање или више прихватљива одступања до 10% има тек 15% пројеката. Наведена одступања указују на значајне пропусте и неадекватно сагледавање инвестиционих потреба у фази припреме и планирања пројеката.

Разлози зашто је то тако леже у чињеници постојања мноштва фактора од којих директно или индиректно зависи успјешност пројекта. Ако сагледамо најзначајније проблеме који прате инвестирање у Републици Српској у односу на развијене земље, обрађене у извјештају Standish Groupa, можемо закључити да су у они различити. Доминантни проблеми у Републици Српској великим дијелом посљедица су несређеног привредног и пословног амбијента и правне несигурности. Најзначајнији екстерни проблеми са којима се инвеститори у Републици Српској сусрећу, приликом реализације пројеката, су: правни систем и правна несигурност (65%), затим утицај политике и политичка припадност (52,50%) (највише се испољава на тендерима које расписује држава, јединице локалне самоуправе и јавна предузећа, те кроз добијање неопходних дозвола, сагласности и подстицаја). На претходне проблеме испитаници надовезују спору администрацију (45%), прибављање повољних туђих извора финансирања (42,50%), монополски и олигополски положај конкурената (22,50%), те корупцију (15%). Битно је нагласити да екстерни проблеми директно утичу на висину ризика улагања у Републику Српску. Што је дисконтна стопа земље пројекта већа, мање је исплативих пројеката у тој земљи. На основу поређења добијених резултата истраживања се сличним истраживањима у развијеним земљама, можемо закључити да:

- Пројекти коштају више и трају дуже него што је планирано и него што је то случај у развијеним земљама (пројекат пробија финансијски буџет и планирани рок завршетка).
- Резултати пројеката у већем проценту не испуњавају очекивања (остварења пословних циљева: остварених прихода, остварене добити, тржишног учешћа и сл.).
- Пројекти не обезбјеђују провођење стратегије предузећа.

## Закључак

Донијети одлуку о улагању средстава у одређен пројекат је врло комплексан задатак без обзира на то да ли пројекат захтијева велика или мала средства, или је инвеститор појединац, мало и средње предузеће, или велика компанија. Сваки пројекат има инвеститора, окружење и услове у којима се планира, одлучује и реализује, али и своје специфичности: од врсте дјелатности, производа, па до мноштва других различитости. Одлуке се доносе на различитим нивоима одлучивања, зависно од његове величине и комплексности. Карактеристика свих озбиљних пројеката јесте та да се прије почетка сваког од њих мноштво инвеститора, менаџера и експерата свих струка мора ангажовати да би сачинили велики број анализа и инвестициону студију прије доношења коначне одлуке.

У складу са постављеном основном хипотезом, резултати показују да у предузећима у Републици Српској нема примјене теоријско-методолошког оквира анализе и оцјене инвестиција, односно да нема рационалне алокације ресурса и ефикасног управљања предузетничким пројектима. На основу спроведене компаративне анализе, дошли смо до сазнања да у поређењу са развијеним земљама значајно заостајемо у примјени концепта управљања пројектима и резултатима инвестирања односно успјешности пројеката.

Увођењем стратегијског приступа управљања пројектима предузећа могу се остварити бројне користи. Најважније научно доказане и емпиријски потврђене користи за предузеће су: држе и јефтине завршавање пројеката, боља предвидивост, држе рјешавање проблема, рјешавање ризика прије него што се појаве проблеми, боља комуникација, бољи квалитет производа, боље управљање финансијама, правремено заустављање лоших пројеката.

Подаци добијени током истраживања треба да буду корисне смјернице свим привредним друштвима које планирају реализовати инвестиционе пројекте, тако што ће инвестиционе одлуке донијети уважавајући принципе методологије припреме и оцјене инвестиционих пројеката, а све у циљу веће ефективности пројеката.

## Литература

- Batarello, A., Grabovski K., Jurković, M., Kraljević, M. (1994). *Upravljanje investicijama-Vodič za investitore*. Zagreb: ТЕВ – Biro za privredno savjetovanje.
- Bendeković, J.(1993). *Planiranje investicijskih projekata, Knjiga 1*. Zagreb: Ekonomski institut Zagreb i Hrvatska kreditna banka za obnovu.
- Buble, M. (2000). *Management*. Split: Ekonomski fakultet Split.

- Van Horne, J., Wachowicz, J. (2002). *Osnove finansijskog menadžmenta*. Zagreb: Mate.
- Вукмировић, Н. (2006). Моделирање израде пројеката за инвестирање у ризичне предузетничке подухвате. *Acta economica*, (6) 127-154.
- Вученовић, С. (2012). *Ефикасности у управљања предузетничким пројектима. Неодјављена докторска дисертација*. Бања Лука: Економски факултет Бања Лука.
- Wideman, M. (1997). *Project Management of Capital Projects: An Overview*. India: The Institution of Engineers.
- Gray, C. F., Larson, E. W. (2003). *Project Management – The Managerial Process*. Boston: Mc Graww- Hill Professional.
- Guide to the Project management Body of Knowledge*. (2000). London: Edition. Project Management Institute.
- Kerzner, H. (2003). *Project Management: A Systems Approach to Planning, Scheduling, and Controlling*. Eighth Edition. Hoboken, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Kirby, A.D. (2003). *Entrepreneurship*. London: Mc Graw Hill, University of Surrey.
- Kleim, R.L., Ludin, I.S. (1998). *Project Management Practitioner's Handbook*. New York: AMACOM Books,
- Kuvačić, N. (2001). *Poduzetnički projekti-ili kakao sačiniti biznis plan?*. Split: Veleučilište u Splitu.
- Omazić, M. A., Baljkas, S. (2005). *Projektni menadžment*. Zagreb: Sinergija nakladništvo.
- Пауновић, Б., Зиповски, Д. (2008). *Пословни план водич за израду*. Београд: ЦИД Економског факултета у Београду.
- Peumans, H. (1965). *Theorie et pratique des calculs d'investissements*, Pariz: Dunod.
- Standish Group: Report Standish Groupa 2009. and 2006. Preuzeto 20.10.2013. sa <http://www.standishgroup.com>
- Standish Group: Standish Group International Research Reports 2011. Preuzeto 15.10.2013. ca <http://www.marketresearch.com/Standish-Group-International-v2514/>

*Душко Шњеџић<sup>1</sup>*

*Дражена Вујичић Рагисављевић<sup>2</sup>*

## **Информациона моћ биланса спајања у функцији схватања значаја и примјене правила билансирања**

### **The merger balance information power in function of understanding importance and application of the balancing rules**

#### **Резиме**

*У току животног вијека, предузећа могу да доживе и промјену стања пословања. Стањусне промјене представљају начин реорганизације предузећа, а једна од њих је спајање, које има два облика: спајање са пријањем и спајање са оснивањем. Трансакција спајања може бити и пословна комбинација уколико испуњава услов пословања.*

*Моћиви спајања су бројни и разноврсни, а најчешћи мотив спајања предузећа је могућност остваривања синергије. Регулаторни оквир који регулише ову област је прилично широк, разноврстан и креиран од стране различитих институција. Након спајања, важно је да се корисницима, путем финансијских извјештаја, прикажу све релевантне информације о стању предузећа након спајања, при чему је неопходно поштовање одговарајућа правила билансирања спајања предузећа.*

*Билансирање спајања предузећа представља врло интересантно подручје рачуноводствене праксе, јер се ради о специјалном догађају који се деси једном или ниједном у животног циклусу предузећа: који може, а и не мора*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, dusko.snjegota@efbl.org

<sup>2</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, drazena.vujicic@efbl.org

бити и словна комбинација, те проблем примјене правила билансирања постоје још софистициранији.

**Кључне ријечи:** фузија, спајање, пријање, ефекти спајања, правила билансирања, информациона моћ.

## Summary

*During the lifecycle, companies can experience a change of the business status. Status changes represent a way of company reorganization, and one of these changes is joining which has two forms: mergers with acquisition and mergers with establishment. Merger transaction includes business combination as well, if it meets the business conditions.*

*Merger motives are numerous and various, and the most common motive for mergers is the possibility of achieving synergy. The regulatory framework governing this area is quite broad, diversified and created by various institutions. After the merger, it is important to present to the users all relevant information about the company condition through the financial statements, wherein it is necessary to respect relevant balancing rules for mergers of companies.*

*Balancing mergers represents a very interesting area of accounting practice, because it is all about one special event which happens once or never in the company lifecycle, and which can but need not to be a business combination, so the problem of applying the balancing rules becomes even more sophisticated.*

**Keywords:** fusion, merger, acquisition, merger effects, balancing rules, information power.

## Увод

Предузећа, да би остварила различите циљеве пословања (производно-привредне, тржишне и финансијске), повезују се са другим предузећима на различите начине. Резултат повезивања и успостављања различитих односа између предузећа учесника може бити стварање пословне комбинације, али и статусне промјене спајања предузећа. Спајање представља статусну промјену у којој долази до спајања најмање два економски и правно самостална предузећа у једну економску и правну цјелину, при чему најмање једно од њих престаје да постоји. Дакле, резултат спајања је нестанак једног или више предузећа или стварање потпуно новог предузећа. Под пословном комбинацијом предузећа се у различитој литератури подразумијевају и различити односи између предузећа: од сваког облика повезивања преду-



зећа (уговори, алијансе, аквизиције), до повезивања два или више правних лица путем спајања, припајања или комбиновањем ресурса предузећа чији резултат је стварање једног извјештајног ентитета.

У наредној табели дат је преглед теорија о узроку спајања предузећа, као и мотива који леже у основи сваке од теорија.

**Табела 1.**

*Најчешће теорије о томе шта изазива спајање и аквизиције*

Теорија	Мотиви
1 Оперативна синергија Економија обима Економија оквира	Побољшање оперативне ефикасности кроз економију обима и економију оквира, односно припајањем купаца, добављача или конкурената
2 Финансијска синергија	Нижи трошкови капитала
3 Диверзификација Нови производи / постојећа тржишта Нови производи / нова тржишта Постојећи производи / нова тржишта	Повећање успјешности предузећа растом производње или тржишног удјела
4 Стратешка преоријентација Технолошке промјене Регулаторне и политичке промјене	СТИцање способности за брже прилагођавање промјенама у околини него што би било ако би се предузеће интерно развијало
5 Охолост (менаџерски понос)	СТИцаоци вјерују да је њихово вредновање стеченог предузећа тачније од тржишног
6 Куповина потцијењене активе	СТИцање имовине јефтиније него куповином или изградњом исте
7 Лоше управљање (агенцијски проблеми)	Менаџери не дјелују у најбољем интересу власника
8 Менаџерлизам	Повећавање вриједности компаније повећава се моћ и плата менаџера
9 Пореска разматрања	Коришћење оперативних губитака и пореских кредита
10 Тржишна моћ	Повећањем тржишног удјела повећава се цјеновна конкурентност
11 Погрешно процјењивање	Прецјењивање вриједности акција стицаоца од стране инвеститора потиче мерџере и аквизиције

Извор: DePamphilis, D. M. (2009). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. Academic Press advanced finance series, p. 5.

Када је ријеч о историјском развоју спајања предузећа, најбољи примјер представља америчка привреда пошто САД предњаче у увођењу иновација у финансијски систем, па тако и фузија предузећа. Једна од карактеристика историје економије САД-а у погледу интеграција, јесте да су се оне одвијале

у фазама, односно етапама (шест етапа) које прати цикличност у погледу броја и величине реализованих интеграција (Тодоровић, 2010). У Европи су се спајања развијала спорије због мање улоге тржишта капитала у односу на финансијске институције. До 80-их година прошлог вијека, интеграције у европским земљама су биле ријетке, након чега се ситуација промијенила јер долази до раста активности на берзама (Beriglof&Burkat, 2003).

Билансирање спајања на нивоу међународне рачуноводствене праксе обезбдијеђено је захтјевима у Оквиру за припрему и презентацију финансијских извјештаја, те МРС/МСФИ.

Законом о рачуноводству РС је дефинисано да прописи из области рачуноводства и ревизије подразумевају: Међународне рачуноводствене стандарде (IAS), Међународне стандарде финансијског извјештавања (IFRS), Међународне стандарде ревизије (ISA), Међународне рачуноводствене стандарде за јавни сектор (IPSAS), Кодекс етике за професионалне рачуновође и пратећа упутства, објашњења и смјернице које доноси Одбор за међународне рачуноводствене стандарде (IASB) и сва пратећа упутства, објашњења и смјернице које доноси Међународна федерација рачуновођа (IFAC) (*Закон о рачуноводству и ревизији Републике Српске, 36/09*). Захтјев за примјеном МСФИ од стране свих правних лица показао се као нерационалан и неодржив, а међу узроцима који су до сада онемогућавали досљедну и свеобухватну примјену су:

- релативно честе измјене тих стандарда, проузроковане промјенама глобалног пословног окружења (што се посебно односи на стандарде који обухватају правила признавања и вредновања финансијске активе),
- немогућност ажурног обезбдијеђивања превода актуелних верзија МСФИ,
- високи трошкови имплементације захтјева садржаних у појединим стандардима (попут захтјева за процјеном фер вриједности финансијске активе, висине актуарских добитака и губитака, одложених пореских средстава и обавеза, висине трошкова прибављања у пословним комбинацијама и др.) итд. (Шњегота, 2010).

Резултат примјене ових правила требао би да буде унифициран начин финансијског извјештавања, односно истинити и објективни финансијски извјештаји. Међутим, треба имати у виду да МСФИ/МРС садрже 2.330 параграфа, плус тумачења и упутства, те да у свијету постоје милиони рачуновођа и да није реално очекивати да сви знају да примјењују наведене одредбе које су понекад нејасно написане, или непримјенљиве једна са другом (Родић, 2011).

Пошто у нашој земљи значајан број предузећа спада у групу малих, односно средњих предузећа, спајање за њих представља начин укрупњавања

капитала, па се чини оправдано анализирање проблема спајања предузећа како би се сагледали најзначајнији аспекти и дефинисале критичне тачке овог процеса.

С обзиром да спајање предузећа преставља екстерни модалитет раста и остваривања синергије предузећа, те да је од укупно испитаних предузећа скоро 15% учествовало у билансирању спајања (што је значајна стопа будући да се ради о специјалном догађају у животном циклусу предузећа), чини се оправданим анализирање поштовања правила билансирања у поступку спајања предузећа и испитивања да ли је информациона моћ биланса спајања довољна, односно на који начин се може повећати.

У наставку рада биће дефинисано спајање и правила која се примјењују приликом билансирања спајања, услове у којима настају спајања, односно рачуноводствена регулатива која уређује ову област. Циљ рада је да се покаже да се правила билансирања због обимности и специфичности догађаја спајања не примјењују адекватно, што утиче на информациону моћ биланса спајања који је основа за касније билансе успеха: јер уколико биланс спајања није тачан, у наредним периода ће се то одразити и на информациону моћ биланса успеха. У раду су дате извјесне препоруке за повећање исте. У истраживању полазимо од хипотезе да недовољна примјена елемената и захтјева регулаторног оквира утиче на информациону моћ биланса спајања предузећа.

Истраживање је урађено прикупљањем података, путем анкетног упитника, од професионалних рачуновођа који су учествовали у састављању биланса спајања.

## 1. Спајање као пословна комбинација

У току пословања предузећа могу да доживе и промјену статуса пословања. Према важећем Закон о привредним друштвима, статусне промјене представљају облик реорганизације друштва. Реорганизација друштва обухвата промјене правне форме (предузеће прелази из једне правне форме у другу, при чему наставља да послује као исто правно лице, али друге правне форме) и статусне промјене (спајање, подјела и одвајање) (*Закон о привредним друштвима*, 127/08). Статусна промјена спајање представља трансакцију у којој учествују најмање два учесника, при чему најмање једно друштво преноси цјелокупну имовину и обавезе на друго друштво, те губи правни субјективитет. У стручној литератури влада готово општа сагласност да је фузија поступак спајања (стапања) имовине најмање два (до тада) економски и правно самостална предузећа у једну економску и правну цјелину, при чему најмање једно од њих нестаје, престаје да посто-

ји (Ранковић, 1996). У стручној литератури (Ђировић, 2004; Микеревић, 2009; Шкарић и Спасић, 2012), законодавству, рачуноводственој регулативи и пракси, користе се различити термини и дефиниције за ову врсту пословне трансакције.

У стручној литератури, појам пословне комбинације обухвата свако спајање више пословних субјеката у једну јединку, свако подређивање предузећа од стране другог предузећа, пословне аранжмане (споразуме) између предузећа, сваки облик преузимања контроле неког предузећа, излагање у јавност и декомбиновање дјелова предузећа (Орсаг, 2009). Према МСФИ 3 – Пословне комбинације, пословна комбинација се дефинише као трансакција или други догађај у коме стицалац добија контролу над једним или више пословања. Трансакције које се понекад називају “истинска спајања” или “спајање једнаких” су такође пословне комбинације (МСФИ 3, 2007). Након реализације трансакције спајања предузећа, због рачуноводственог третмана важно је да се утврди да ли она представља пословну комбинацију, односно да ли испуњава услове из дефиниције предвиђене релевантним стандардом, а који захтијева да стечена имовина и преузете обавезе представљају пословање.<sup>3</sup> У случају да трансакција представља пословање, она се рачуноводствено обухвата примјеном методе стицања,<sup>4</sup> а у супротном као стицање имовине.<sup>5</sup>

Ако поредимо термине у нашем законодавству и америчкој литератури (DePamphilis, 2009), појам мерџер одговара статусној промјени спајања са припајањем, а термин консолидација статусној промјени спајања са оснивањем. У њемачкој литератури (Vogel & Dieter, 2002) фузија (мерџер) одговара појму спајање, те је приликом употребе термина потребно нагласити о којем облику фузије (спајања) је ријеч: спајању са припајањем или спајању са оснивањем. У оквиру међународне рачуноводствене регулативне користи се термин пословне комбинације, који обухвата и спајање са припајањем и спајање са оснивањем (Вујичић Радисављевић, 2013).

Предузећа се спајају са другим предузећима јер им тај вид повезивања омогућава остваривање бржег раста (у односу на интерни начин раста) и

<sup>3</sup> Пословање је интегрисани скуп активности и имовине (средстава) који има своје инпуте, процесе и аутпуте који доприносе остварењу економских користи учесника у пословању.

<sup>4</sup> Према ревидираном МСФИ 3 - Пословне комбинације, који се примјењује од 01.07.2009. године, назив метод куповине је промијењен у метод стицања. Метод стицања обухвата идентификовање стицаоца, одређивање датума стицања, признавање и одмјеравање стечене препознатљиве имовине, преузетих обавеза и сваког учешћа без права контроле у стеченом ентитету, и признавања и одмјеравање гудвила или добитка од повољне куповине.

<sup>5</sup> Рачуноводствено евидентирање стечене имовине и обавеза се врши на начин да се износ који је плаћен од стране стицаоца распореди на појединачна стечена средства и обавезе, а на основу сразмјере фер вриједности тих елемената на датум стицања. У таквој трансакцији не постоји могућност признавања гудвила у пословним књигама стицаоца.

остваривања ефеката синергије. Предузећа која се спајају послују у оквиру различитих привредних дјелатности, па се разликују хоризонталана, вертикална и конгломерат спајања. С обзиром да финансијски извјештаји представљају важну информативну основу за пословно одлучивање корисника финансијских извјештаја, битно је да се у њима презентује информација о стању предузећа након спајања (било да се остваре или неостваре планирани ефекти).

Спајање предузећа може довести до могућности стварања монополског положаја предузећа учесника, те је стога битно да се у циљу заштите повјерљивости, конкуренције и других стејкхолдера донесу одговарајући антимонополски закони. У нашој земљи ограничавајући фактор спајања у овом смислу представља Закон о конкуренцији.

Корисници финансијских извјештаја у којима је представљено стање предузећа након спајања су бројни. У циљу доношења квалитетних пословних одлука, неопходно је да буду информисани о стању предузећа након спајања. Презентовање информација о стању предузећа подразумијева поштовање одређених правила билансирања која су прилично обимна и креирана од стране различитих институција, што отежава њихову примјену. Наиме, регулаторни оквир статусне промјене спајања у БиХ чине: Закон о привредним друштвима РС, Закон о привредним друштвима ФБиХ, Закон о порезу на добит РС, Закон о порезу на добит ФБиХ, Закон о конкуренцији, Закон о регистрацији пословних субјеката у РС, Закон о регистрацији пословних субјеката у ФБиХ. Важну основу финансијског извјештавања представљају МРС/МСФИ и МСЕ, као и одређене директиве Европске уније.

## 2. Начела билансирања спајања

Приликом билансирања спајања предузећа потребно је примјенити одређена правила, односно начела<sup>6</sup> у циљу фер презентације стања предузећа након спајања. Резултат примјене правила билансирања су формално и материјално исправни финансијски извјештаји. У наставку рада биће објашњен значај примјене одређених начела билансирања, а у истраживачком дијелу рада степен примјене истих приликом састављања биланса фузије, те ће се на основу резултата истраживања дати извјесне препоруке за побољшање информационе моћи биланса спајања у домену правила билансирања.

<sup>6</sup> Настала су као резултат активности међународних професионалних институција (Међународни одбор за стандарде финансијског извјештавања, (IASB), Међународна организација комисија за хартије од вредности (IOSCO), Међународна организација професионалних организација рачуновођа (IFAC), Европска унија преко својих тијела).

**Начело пошћивости.** Ово начело билансирања и према измијењеном концептуалном оквиру представља једну од фундаменталних карактеристика финансијских извјештаја (Шкарић Јовановић, 2011). Примјена овог начела билансирања захтијева да је у билансу обухваћена сва имовине и обавезе посматраног предузећа. Посматрано са аспекта спајања предузећа, то би значило да се у финансијским извјештајима презентују информације на основу којих се може утврдити стање у којем се предузеће налази након завршеног спајања, односно да се може уочити да ли су и колико остварене планиране користи од спајања.

**Правило истинитости.** Примјена овог начела налаже да информације приказане у финансијском извјештају буду тачне. Истина је етичка категорија, те када је ријеч о билансима, истинитост се допуњава појмовима тачности, истинољубивости и сврсисходности (Ранковић, 2008). Информације су тачне ако књиговодствено стање билансних позиција одговара стварном стању по врсти и вриједности. Врста билансних позиција се утврђује пописом, а приликом вредновања стечених ставки потребно је користити концепт фер вриједности. Законом о привредним друштвима РС није прописана обавеза обављања пописа у случају да се саставља посебни рачуноводствени извјештај. Међутим, Законом о рачуноводству и ревизији прописано је да се приликом спајања спроводи попис и усклађује књиговодствено стање са стварним стањем имовине и обавеза. Вредновање елемената финансијских извјештаја, засновано на фер вриједности,<sup>7</sup> има за циљ да обезбиди да њихове вриједности буду поузданије и реалније, те тако допринесу фер презентацији финансијских извјештаја (Божић, 2011). У другом дијелу рада ће бити анализирано да ли се спроводи попис и на који начин се утврђује вриједност билансних позиција.

У функцији начела истинитости је и обављање **ревизије финансијских извјештаја**. Ревизија се дефинише као испитивање финансијских извјештаја ради давања мишљења о томе да ли они објективно и истинито, по свим материјално значајним питањима, приказују стање имовине, капитала и обавеза, резултата пословања, токове готовине и промјене на властитом капиталу, у складу са Међународним рачуноводственим стандардима, односно Међународним стандардима финансијског извјештавања. (*Закон о рачуноводству и ревизији Републике Српске*, 36/09). Међутим ревизија фи-

<sup>7</sup> Више о концепту фер вриједности погледати у First Impression: Fair value measurement, June 2011, KPMG и Шкарић Јовановић, К. (2011). Измјене у дефиницији фер вриједности и хијерархијски нивои фер вриједности према МСФИ 13 – Мерење фер вредности. Финрар. 8, XII.

нансијских извјештаја је обавезна само за предузећа од јавног интереса.<sup>8</sup> То значи да правна лица која нису предузећа од јавног интереса немају ову обавезу, а могу да одлуче да се ревизија њихових финансијских извјештаја врши у складу са одредбама овог закона. С друге стране, Законом о привредним друштвима је прописано састављање извјештаја о независној ревизији спајања свих учесника или заједнички извјештај о независној ревизији који се доставља на увид власницима предузећа прије доношења одлуке о спајању. (Закон о привредним друштвима, 127/08). Међутим не прописује се обавеза обављања ревизије финансијских извјештаја након завршеног процеса спајања. Ревизија након спајања предузећа била би веома значајна за потенцијалне инвеститоре приликом доношења пословних одлука, будући да њих првенствено интересује у каквом стању се налази предузеће након спајања, те да не могу да утичу на финансијско извјештавање у мјери у којој то може држава и управа.

**Упоредивост.** Да би се могао анализирати развој предузећа, важно је да презентовани подаци буду међусобно упоредиви. Међународном регулативом је прописано да се у билансу стања у циљу обезбјеђивања упоредивости уносе подаци из претходне године. Поредити исте билансне позиције има смисла када је примијењена иста основа вредновања билансних позиција и када се вриједности односе на исти период или датум финансијског извјештавања. Упоредивост има смисла само ако су информације једнаке, односно састављене примјеном истих правила. Спајање је догађај који се деси једном или ниједном у животу једног предузећа, те се поставља питање може ли се задовољити овај захтјев приликом састављања биланса спајања. С обзиром да трансакција спајања омогућава да се у билансу спајања признају одређене позиције које нису биле признате код предузећа учесника у спајању, те да због примјене концепта фер вриједности одређене ставке неће представљати прост збир ставки из биланса предузећа учесника, примјена овог захтјева приликом састављања биланса спајања би подразумевала: ако се ради о спајању са припајањем да се у колону у коју се уносе упоредни подаци унесу вриједности позиција стицаоца прије спајања, а ако се ради о спајању са оснивањем, да се у ову колону унесе прост збир вриједности билансних позиција предузећа учесника прије извршеног спајања.

<sup>8</sup> Предузећа од јавног интереса су: а) правна лица чијим се хартијама од вриједности тргује или се врши припрема за њихово емитовање на организованом тржишту хартија од вриједности, б) банке, микрокредитна друштва, друштва за осигурање, лизинг друштва, берзе, брокерско-дилерска друштва и друге финансијске организације, в) јавна предузећа, дефинисана у складу са прописима којима се уређује пословање и управљање јавним предузећима и г) сва правна лица од посебног значаја за Републику, независно од њихове правне форме и облика организовања.

**Блајовременост.** Важан захтјев у оквиру квалитативних карактеристика информација јесте и благовременост. Законом о привредним друштвима одређен је рок за предају пријаве за регистрацију спајања који износи 8 мјесеци. Поставља се питање: Како обезбједити благовременост финансијског извјештавања у том периоду? Наиме, у том периоду се теоретски могу активирати очекиване синергије, што отежава утврђивање стања предузећа након реализованог спајања. Законом је прописано да се настале пословне промјене могу евидентирати и код преносиоца и стицаоца (што се дефинише одлуком о спајању), те ако би постојао интерес за стањем предузећа у том року. С обзиром да постоје два извјештајна ентитета, корисник би требао саставити биланс спајања у којем ће бити приказано стање након спајања и евентуално остварене синергије.

### 3. Емпиријска основа истраживања

#### 3.1. Информациона моћ биланса спајања

Финансијски извјештаји представљају најважнији информациони ресурс о стању предузећа. Информације о стању предузећа након спајања се презентују у билансу спајања. Презентовање информација подразумијева примјену одређених правила која треба да допринесу фер презентацији стања предузећа након спајања. Примјена елемената и захтјева регулаторног оквира значајна је за повећање информационе моћи финансијског извјештаја који се саставља приликом спајања предузећа. Поштовање правила билансирања у финансијским извјештајима обезбјеђује информацијама одговарајуће квалитативне карактеристике. Само биланс који располаже са таквим информацијама има одговарајућу информациону моћ.

Адекватно финансијско извјештавање је могуће успоставити уколико се:

- препознају ефекти спајања предузећа,
- уколико се врши мјерење ефеката и извјештавање заинтересованих страна о свим релевантним информацијама,
- успостави и примјењује одговарајући регулаторни оквир,
- препознају и задовоље информационе потребе корисника финансијских извјештаја.

Правила билансирања су бројна, а у оквиру истраживачког дјела рада ће бити анализирана примјена само неких од најважнијих правила приликом билансирања спајања предузећа. На основу разматрања сагледаће се начин финансијског извјештавања предузећа, те дати одговарајуће препоруке за побољшање финансијског извјештавања и повећања информационе моћи биланса спајања у Републици Српској.



### 3.2. Методолошки оквир анализе

Циљ истраживања јесте указивање на значај примјене правила билансирања и испитивања да ли се правила билансирања примјењују у специфичним околностима као што је спајање предузећа. За анализу смо користили податке из емпиријског истраживања на основу анкетирања професионалних рачуновођа који су састављали биланс спајања.

Наиме, примјена правила билансирања омогућава добијање информација о стању предузећа које су потпуне, истините и тачне, односно које вјерно одражавају стање предузећа након спајања. Само биланс који је састављан примјеном одговарајућих правила има потребну информациону моћ, те представља моћно средство и полазну основу за пословна одлучивања.

Приликом избора узорка истраживања вођено је рачуна о компетентности испитаника. Стога су анкетиране професионалне рачуновође у неколико градова Републике Српске. Од анкетираних 196 испитаника, њих 28 је учествовало у састављању биланса спајања јер се ради о специјалном догађају који се деси једном или ниједном у животном циклусу предузећа. Од 28 испитаника који су састављали биланс спајања, њих 22 су учествовали у билансирању спајања са припајањем, а 6 билансирања са оснивањем.

### 3.3. Резултати истраживања

Сврха истраживања је сагледавање примјене правила билансирања спајања предузећа на информациону моћ биланса. Од укупно посматраних предузећа, 14,29% је учествовало у трансакцији спајања/припајања. Да би се правила примјењивала на потребан начин, од пресудне је важности њихово разумијевање и поштовање, посебно у ситуацијама које су специфичне и дешавају се једном или ниједном у животном циклусу предузећа.

Испитано је у којој мјери се саставља посебан рачуноводствени извјештај уз (без) обављања пописа прије спајања, да ли се ставља ревизорски извјештаја послџе спајања, да ли су презентоване информације упоредиве, примјењивана основа вредновања приликом спајања, те да ли постоји благовременост у финансијском извјештавању.

Предузећа која су посматрана потврђују полазну хипотезу. Анализа предузећа обухваћених у истраживању показује:

- 42,86%, или 12 предузећа мјере ефекти спајања, а њих 11 извјештава о ефектима,
- 89,29%, или 25 предузећа су саставила посебан рачуноводствени извјештај уз обављање пописа,
- 10,71%, или 3 предузећа су саставила посебан рачуноводствени извјештај без обављања пописа,

- 60,71%, или 17 предузећа су обавила накнадну процјену средстава и обавеза према МСФИ/МРС,
- 78,57%, или 22 предузећа су приказала упоредне податке на дан 31.12.,
- 57,14%, или 16 предузећа су саставила ревизорски извјештај након спајања,
- 75%, или 12 предузећа су имала позитивно ревизорско мишљење,
- 25%, или 4 предузећа су имала мишљење са резервом.

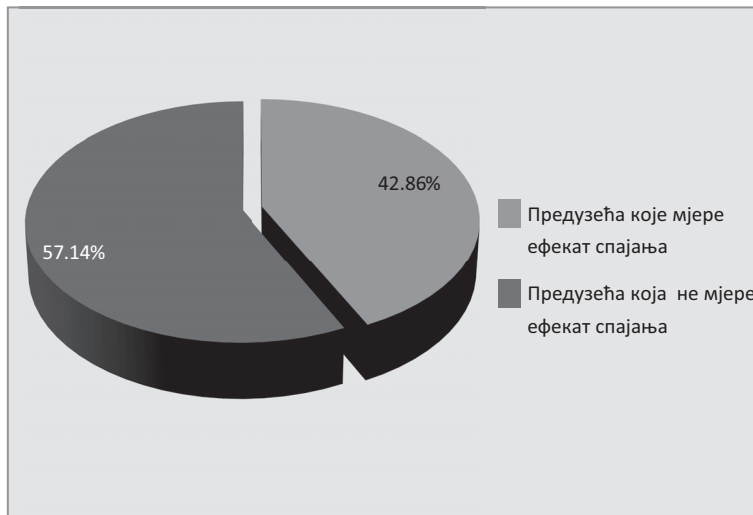
Дакле, може се извести закључак да предузећа не примјењују правила билансирања, или их примјењују али не на прави начин.

У оквиру истраживачког упитника одговори на питања треба да покажу да ли се примјењују захтјеви регулаторног оквира у погледу финансијског извјештавања о фузији. Акцент се ставља на квалитативне карактеристике (потпуност, истинитост, упоредивост и благовременост). На тај начин анализираће се да ли биланси спајања на фер начин презентују стање предузећа након спајања.

У графиконима број 1 и 2 приказана је структура предузећа која мјере ефекте спајања предузећа и презентују информације о њима.

### Графикон 1.

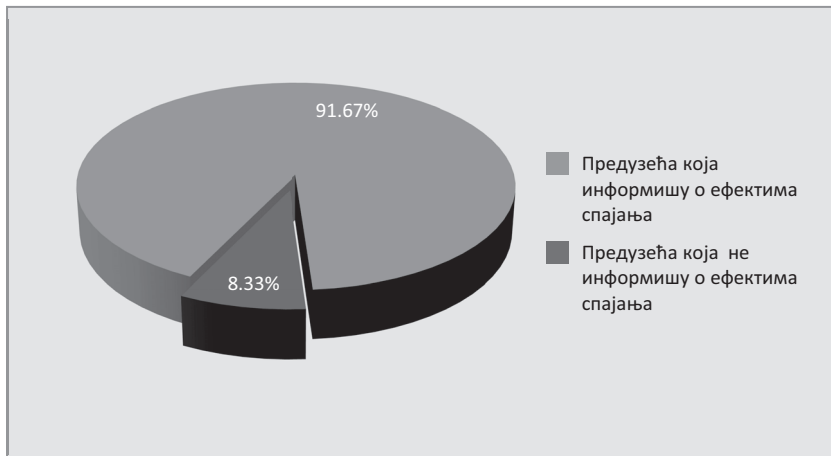
*Број предузећа која мјере ефекте спајања*



Извор: Ауторова обрада података

**Графикон 2.**

Број предузећа која презентују информације о стању предузећа након спајања



Извор: Ауторова обрада података

На основу прикупљених података о мјерењу и презентовању информација о ефектима спајања, може се закључити да захтјев у погледу *пошћуно-сти* није испуњен. Наиме, нити сва предузећа мјере ефекте, нити сва (која мјере) извјештавају о њима. Резултати истраживања показују да се у 42,86% спајања мјере ефекти спајања, док се у преосталих 57,14% ефекти не мјере. Ако анализирамо извјештавање о ефектима спајања, видимо да је 91,67 % предузећа извјештавало о стању предузећа након спајања. То значи да је 12 предузећа мјерило ефекте спајања, а њих 11 је извјештавало о оствареним користима. Само поређењем планираних и остварених користи од спајања се може закључити да ли је спајање дало очекиване резултате.

У погледу истинитости, испитано је да ли су предузећа имала обавезу за састављањем посебног рачуноводственог извјештаја<sup>9</sup> и да је приликом састављања овог извјештаја обављена активност пописа средства и обаве-

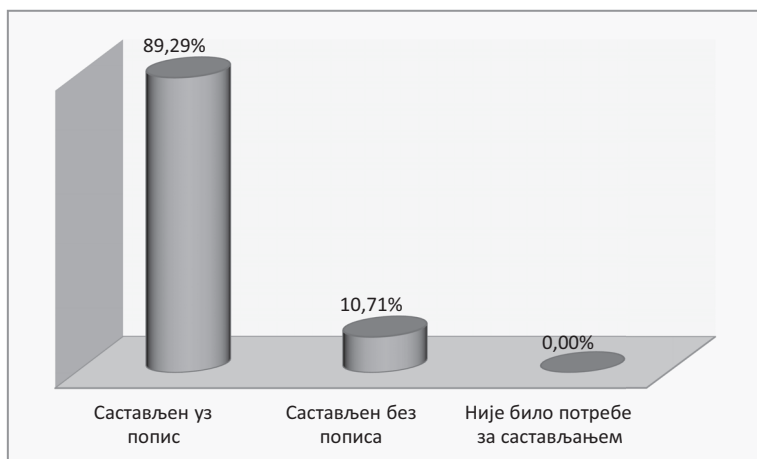
<sup>9</sup> Посебан рачуноводствени извјештај треба да садржи информације о стању друштва највише 90 дана прије дана састављања нацрта уговора о спајању уз припајање, а сачињава се у условима када су посљедњи финансијски извјештаји друштва старији више од шест мјесеци, односно односе се на пословну годину која се завршила више од шест мјесеци прије састављања нацрта уговора о спајању уз припајање. Саставља се према истој методи и облику као посљедњи финансијски извјештај, а садржи:

- промјене од дана састављања посљедњих годишњих (полугодишњих) финансијских извјештаја, а на основу књиговодствене документације без спровођења пописа средстава и инвентара,
- књиговодствене промјене вриједности средства до којих је дошло након састављања посљедњег финансијског извјештаја као и
- значајне промјене стварне вриједности средстава друштava учесника која нису изражена у књигама.

за. Утврђено је да су сва анализирана предузећа имала законску обавезу да саставе обај извјештај. Међутим, нису сва предузећа обавила активност пописа средства и обавеза. Њих 25, односно 89,29% је обавило попис средстава и обавеза предузећа, док су 3 предузећа, односно 10,71% саставила посебан рачуноводствени извјештај без инвентарисања. У оквиру Графикана број 3 приказана је структура предузећа која су састављала посебан рачуноводствени извјештај.

### Графикон 3.

Број предузећа која су саставила посебан рачуноводствени извјештај



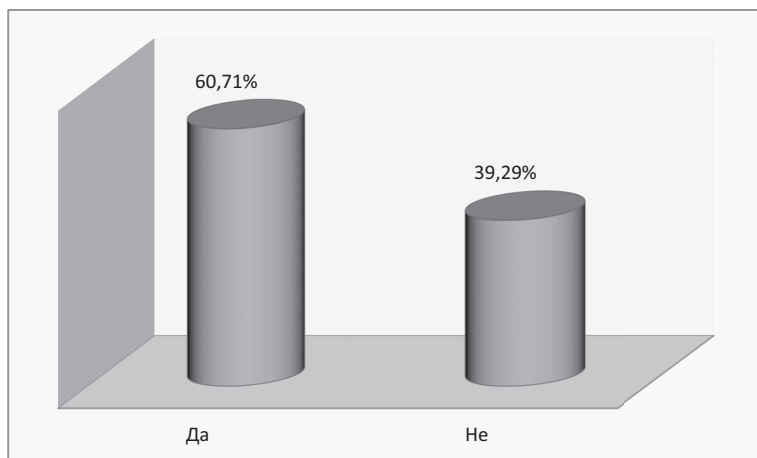
Извор: Ауторова обрада података

Као што је објашњено у претходном дијелу рада, истинитост подразумијева да се приликом стицања средстава и обавеза оне вреднују примјеном концепта фер вриједности у циљу заштите повјерилаца и власника предузећа. Резултати истраживања у наредном графикону показују да нису сва предузећа (чак ни она која су обавила попис) извршила адекватно вредновање позиција. То значи да су предузећа у оквиру пописа утврдила стање одређене билансне позиције, а вриједност је утврђена преписивањем постојећих књиговодствених вриједности а не примјеном концепта фер вриједности.

У оквиру Графикона број 4 приказана је структура предузећа која су обавила накнадну процјену стечених средстава и обавеза.

**Графикон 4.**

Број предузећа која су обавила накнадну процјену средстава и обавеза



Извор: Ауторова обрада података

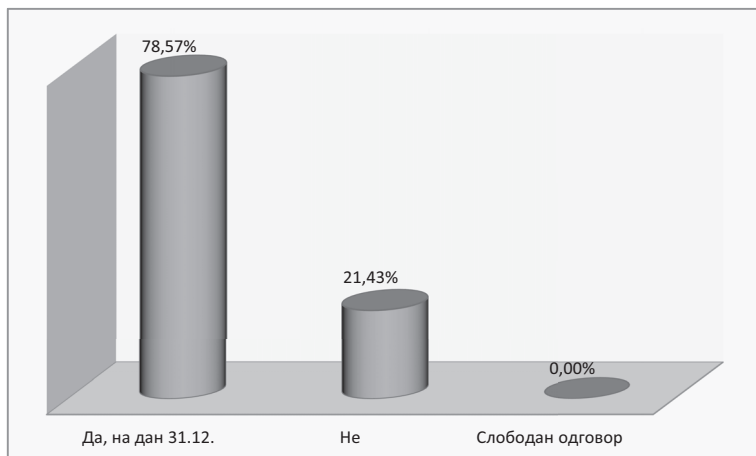
У оквиру истраживања утврђено је да је свега 60,71%, односно 17 предузећа је обавило накнадну процјену билансних позиција у складу са МСФИ/МРС, док 39,29%, односно 11 није испунило овај захтјев. На основу ових података можемо закључити да захтјев у погледу тачности није испуњен.

Док је код статусне промјене спајања са припајањем потребно да се средства и обавезе само стеченог предузећа вреднују примјеном концепта фер вриједности, код статусне промјене спајања са оснивањем потребно је да оба предузећа учесника изврше процјену билансних позиција по фер вриједности. Међутим, од 6 испитаника који су састављали биланс спајања код спајања са оснивањем, њих 2 нису обавила процјену по фер вриједности. Дакле овај захтјев није испуњен у погледу фер презентације и примјене препоручене основе мјерења.

Један од захтијева концептуалног оквира у погледу квалитативних особина информација у финансијским извјештајима је упоредивост. Податке има смисла поредити само ако су добијеним примјеном истих правила. У истраживању је анализирано да ли се овај захтјев поштује, на који начин, те је у циљу добијања што квалитетнијег и потпунијег одговора испитаницима понуђена и могућност отвореног одговора. Структура одговора испитаника о приказивању упоредивих података је приказана у Графикону број 5.

**Графикон 5.**

Број предузећа код којих су у билансу спајања приказани упоредни подаци



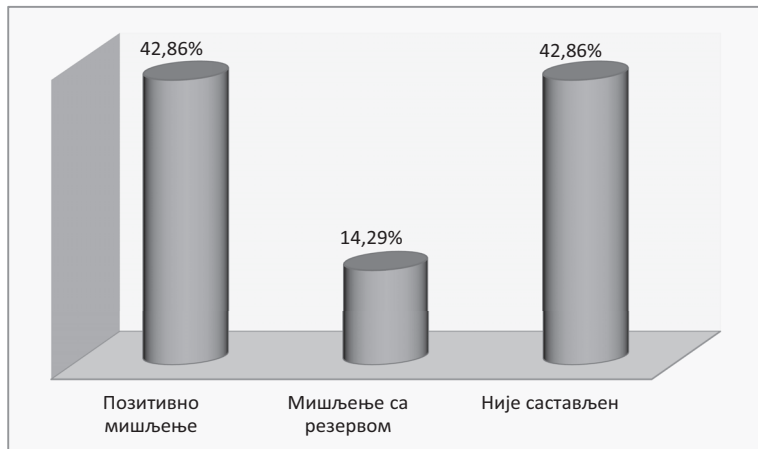
Извор: Ауторова обрада података

Од укупно анализираних предузећа, њих 78,57%, или 22 предузећа су у билансу спајања приказала упоредне податке тако што су приказани упоредни подаци за претходну пословну годину и то на дан 31.12. (као да се ради од редовном финансијском извјештавању). Интересантно је да нико од испитаника није написао зашто овај захтјев није испоштовао, или да је путем образложења у нотама објаснио наглу промјену билансних позиција у односу на позиције из претходне године. Такође, питање је да ли су испитаници у упоредну колону ставили само податке за предузеће стицаоца, или су сабрали вриједности билансних позиција предузећа која улазе у фузију.

Ревизија финансијских извјештаја повећава истинитост презентованих информација. С обзиром да се важећом регулативом не захтијева активност ревизије финансијских извјештаја након реализованог процеса спајања, испитано је да ли и у ком степену предузећа након спајања подлијежу своје финансијске извјештаје ревизији. Број предузећа код којих је обављена ревизија након спајања приказан је у Графикону број 6:

**Графикон 6.**

Број предузећа код којих је биланс спајања предмет ревизије



Извор: Ауторова обрада података

Утврђено је да је код 57,14% или 16 предузећа обављена ревизија након спајања, док код 42,86% предузећа није обављена ревизија након спајања. Такође је утврђено да је број предузећа која мјере ефекте, односно извјештавају о њима 12, односно 11, а број оних чији извјештаји су били предмет ревизије је 16, што значи да се ефекти не мјере па чак и кад ће извјештаји бити предмет ревизије.

У Графикону број 7 је приказана структура ревизорског мишљења.

**Графикон 7.**

Структура мишљења у извјештају о ревизији финансијских извјештаја након спајања



Извор: Ауторова обрада података

Код предузећа чији су финансијски извјештаји након спајања били предмет ревизије, утврђено је: њих 75% добило је позитивно ревизорско мишљење, а проценат мишљења са резервом је 25%. Стога се може закључити: када се не мјере ефекти, у ревизорским извјештајима изражава се мишљење са резервом.

Важан захтјев у оквиру квалитативних карактеристика информација јесте и благовременост. Због приличног дугог рока за предају пријаве за регистрацију спајања, Законом је прописано да се промјене до дана регистрације спајања могу евидентирати и код преносиоца и стицаоца (што се дефинише одлуком о спајању). Предузећа која су учествовала у спајању су имала пословне промјене од дана доношења одлуке о спајању до дана предаје пријаве за регистрацију, што потврђују и резултати истраживања који показују да је 18 предузећа евидентирало промјене код преносиоца, а 4 предузећа код предузећа стицаоца. Такође, требати имати у виду да се у том периоду теоретски може активирати и очекивана синергија од спајања. Ако потенцијални инвеститор жели у том периоду да уложи у предузеће које учествује у спајању, нема информацију о стварном стању предузећа јер биланс спајања још није састављен.

Дакле, примјена захтјева регулаторног оквира спајања и пословних комбинација треба да обезбиди да информације презентоване у билансу спајања имају одговарајуће квалитативне карактеристике, односно треба да обезбиде информацију моћ биланса спајања. У претходном дијелу рада је показано да се захтјеви само дјелимично примјењују, те да када одређени захтјев постоји у оквиру националног закона (као обавеза пописа), онда је већи степен примјене правила билансирања.

На основу наведеног, може се констатовати да је потврђена хипотеза која говори да примјена захтјева из регулаторног оквира утиче на побољшање информационе моћи биланса спајања предузећа, али захтјева је потребно прилагодити специјалним околностима и уградити у националне законе.

Препоруке овог рада у смислу примјене правила билансирања су:

- презентовање информација о оствареним/неоствареним користима од спајања (признавање одређених елемената финансијских извјештаја или у напоменама појаснити стање предузећа након спајања);
- обавезно обавити попис средстава и обавеза код свих учесника у спајању;
- користити концепт фер вриједности приликом утврђивања вриједности средстава и обавеза који се преузимају;
- да финансијски извјештаји након спајања буду обавезно предмет ревизије и то за онолико година за колико су пројектоване синергије од



- спајања, а у циљу утврђивања истинитости презентовања информација о спајању;
- у билансу спајања у погледу упоредивости података у колони која се односи на претходну годину уносити податке на начин ако се ради о спајању са припајањем, да се у колону у коју се уносе упоредни подаци унесу вриједности позиција стицаоца прије спајања, а ако се ради о спајању са оснивањем, да се у ову колону унесе прост збир вриједности билансних позиција предузећа учесника прије извршеног спајања на дан 31.12. с тим да се у нотама појасне најважније измјене у билансу спајања у односу на стање у претходној години;
  - да држава у одговарајућа законска акта унесе одредбе које се тичу конкретно спајања, јер су захтјеви у оквиру Међународних стандарда финансијског извјештавања и Међународних рачуноводствених стандарда прилично обимни, односно потребно је створити законске предуслове за адекватно извјештавање измјеном постојећих законских и подзаконских аката који би обезбједили потребну информациону моћ биланса спајања;
  - у Закону о привредним друштвима скратити рок за предају пријаве за регистрацију спајања у циљу квалитетнијег и благовременог информисања заинтересованих корисника финансијских извјештаја.

## Закључак

У данашњем привредном амбијенту предузећа се спајању са другим предузећима због бржег остваривања раста. Резултат повезивања су различити облици пословних комбинација и статусних промјена предузећа. Мотиви и начини спајања предузећа су различити. Општеприхваћени став јесте да основни мотив спајања предузећа представља могућност остваривања синергије, чије планирање представља важан дио активности дуолицинса (*due diligence*). Предузећа која се спајају могу пословати у оквиру истих или различитих привредних дјелатности, те могу настати хоризонтална, вертикална и конгломерат спајања. Пошто се информације о стању предузећа презентују у оквиру финансијских извјештаја, они имају велики значај у доношењу пословних одлука. Такође треба имати у виду да немају сви корисници финансијских извјештаја могућност да утичу на финансијско извјештавање предузећа као што то може управа или држава. Стога је важно да управа предузећа схвати значај финансијског извјештавања како за њих, тако и за друге кориснике, прије свега потенцијалне инвеститоре којима требају информације о пословању предузећа, али немају моћ да утичу на финансијско извјештавање. Презентовање информација у облику финан-

сијских извјештаја захтијева примјену одређених правила билансирања која су прописана одговарајућим регулаторним оквиром.

Међутим, због обимности правила финансијског извјештавања, а некад и међусобне неусклађености, те узимајући у обзир да се ради о специјалном догађају, у циљу већег степена примјене правила, потребно је одредбе из професионалне регулативе унијети и у одговарајуће националне законе.

Емпиријско истраживање у сврху тестирања постављене хипотезе спроведено је у циљу добијања одговора на истраживачко питање: да ли се правила билансирања поштују и у којој мјери, односно да се ли и на који начин може повећати информациона моћ биланса спајања.

Анализирајући постојећи регулаторни оквир и примјену правила финансијског извјештавања, основано је утврдити да начин финансијског извјештавања није адекватан, те да се може постићи прилагођавањем правила специфичним околностима као што је спајање, те одређеним измјенама законских одредби, прије свега у погледу скраћивања рока за предају пријаве за регистрацију спајања, али и укључивањем захтјева из Међународних рачуноводствених стандарда и Међународних стандарда финансијског извјештавања у национално законодавство.

## Литература

- Beriglof, E., Burkat, M. (2003). *European Takeover Regulation. Economic Policy*.
- Божих, Р. (2011). Фер презентација финансијских извјештаја сачињених на основу захтјева МСФИ. Зборник радова/ 15 Конгрес: *Рефлексије Међународних стандарда финансијског извјештавања на рачуноводство, ревизију и условне финансије*. Бања Врућица, Теслић: СРПРС, стр. 301-324.
- Ђировић, М. (2004). *Фузије и аквизиције*. Нови Сад: Прометеј.
- DePamphilis, D. M. (2009). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. Academic Press advanced finance series.
- First Impression: Fair value measurement, June 2011, KPMG.
- Gaughan, P. A. (2006). *Интеграције и аквизиције*. Нови Сад: Прометеј.
- Јовановић, К., Спасић, Д. (2012). *Специјални биланси*. Београд: ЦИД.
- Међународни стандарди финансијског извјештавања. (2007). Бања Лука: СРПРС.
- Микеревих, Д. (2009). Статусне промјене у функцији превладавања кризе. Зборник радова/ 13 Конгрес: *Рачуноводство, ревизија и финансије у условима глобалне кризе*. Бања Врућица, Теслић: СРПРС, стр. 451-476.
- Ранковић, Ј. (2008). *Теорија биланса*. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета.
- Ранковић, Ј. (1996). *Специјални биланси*. Београд: Проинком.
- Родић, Ј. (2011). Тешкоће примјене Међународних рачуноводствених стандарда и Међународних стандарда финансијског извјештавања. *Financing*. 1, II. стр. 5-11.

- Тодоровић, М. (2008). *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета.
- Вујичић Радисављевић, Д. (2013). *Билансирање сјајусне примјене сјајања у функцији информисања заинтересованих страна*. Бањалука: Економски факултет.
- Vogel, H. D. (2002). *M&A Ideal und Wirklichkeit*, Gabler.
- Шкарић, Ј. К.; Спасић, Д. (2012). *Специјални биланси*. Београд: ЦИД Економског факултета.
- Шкарић Јовановић, К. (2011). Измјене у дефиницији фер вриједности и хијерахијски нивои фер вриједности према МСФИ 13 – Мерење фер вредности. *Финрар*. 8, XII.
- Шкарић Јовановић, К. (2011). Концептуални оквир МСФИ – (ревизија циљева финансијског извештавања и квалитативних карактеристика финансијских извештаја. *Финрар*. 2, XII стр. 4-7.
- Шњегота, Д. (2010). *Билансирање пословних ефеката у складу са МСФИ у кризним временима*. /Зборник радова/ 14 Конгрес. Бања Врућица, Теслић: СРРРС.
- Закон о рачуноводству и ревизији Републике Српске, Службени гласник Републике Српске бр. 36/09.
- Закон о привредним друштвима РС, Службени гласник Републике Српске бр. 127/08,58/09,100/11.
- Закон о привредним друштвима ФБиХ, Службене новине ФБиХ. 23/99,45/00, 2/02, 6/02, 29/03, 68/05, 91/07, 84/08.
- Закон о порезу на добит РС, Службени гласник Републике Српске, број 91/06, 57/12.
- Закон о порезу на добит ФБиХ, Службене новине ФБиХ, број 97/07, 14/08, 39/09.
- Закон о конкуренцији БиХ, Службени гласник БиХ, број 48/05, 76/07, 80/09.
- Закон о регистрацији пословних субјеката у РС, Службени гласник РС, број 42/05.
- Закон о регистрацији пословних субјеката у ФБиХ, Службене новине Федерације БиХ, број 27/05, 65/05.
- <http://web.efzg.hr/dok//EPO/sorsag//Pk01-Uvod.pdf> (25.12.2013.)



Бранка Топић-Павковић<sup>1</sup>

## Могући правци развоја монетарне политике БиХ у циљу подстицања економског раста

### Possible tendencies of BiH monetary policy in encouraging the economic growth

#### Резиме

Осиурајући раси националне економије, уз истовремену унутрашњу и спољну стабилност цијена, поставља се као примарни задатак економске пољитике. Избор валутног одбора као модела управљања монетарном пољитиком обезбјеђује раси повјерења у домаћу валуту, макроекономску стабилност и јачање кредитности централне банке, посебно у земљама транзиционих и реформских процеса. Полазећи од ограничења овог модела монетарне пољитике, питања домаће конкурентности и контроле биланса текуће рачуна постају све битнија. У условима немоћности интервенције монетарне пољитике штељиве посљедице на извоз и економски раст земље несумњиво показују да класични монетарни одбор представља још одно средство монетарне стабилизације, али не и механизам динамизирања привредног раста. Рада се фокусира на избор облика монетарне пољитике која би у даљим условима могла да обезбједи највећи допринос расту и привредном опоравку. Циљ рада је указати на могуће модификације постојеће система монетарног одбора у Босни и Херцеговини, анализом савремених валутних одбора и искуства земаља чланица које су примјенивале овај режим прије приступања Европској (монетарној) унији. Резултати ис-

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, branka.topic-pavkovic@efbl.org

ијраживања појтврђују низ иредности које монетарни одбор ијружа малим и ојтвореним економијама, али истичу и недостиајке који доводе у ијтпање одрживости овој аранжмана монетарне полијике и воде модификацију постојећеј модела валујној одбора, шјо би ироширило дјеловање Централне банке Босне и Херцејовине.

**Кључне ријечи:** монетарна полијика, централна банка, валујни одбор, евроизација, инфлација, дефицити шекућеј рачуна.

## Summary

*To ensure the growth of the national economy with simultaneous internal and external price stability is set as the primary goal of economic policy. Choosing the currency board as a model of monetary policy provides increased confidence in the local currency, macroeconomic stability and strength of the central bank credibility, especially in development countries. Considering the constraints of the currency board, national competitiveness and control of the current account balance are becoming very significant questions. In terms of the inability of monetary policy interventions to effect on exports and economic growth of the country, undoubtedly show that classical monetary board is a convenient measure of monetary stabilization but not the mechanism of intensification of economic growth. This paper focuses on the choice of monetary policy model to the given conditions which could provide the growth and economic recovery. The aim of this paper is to emphasize the possible modification of the existing system of currency board in Bosnia and Herzegovina, by analyzing modern currency boards and experiences of member states that have followed this regime before accession to the European (Monetary) Union. The results confirmed a number of benefits that monetary board provides for a small and open economy, but also point out the shortcomings that stress questions about the sustainability of this arrangement and possible tendencies of modification of existing model of the currency board, primarily with widening the instruments and action of the Central Bank of Bosnia and Herzegovina.*

**Keywords:** *monetary policy, central bank, currency board, euroisation, inflation, current account deficit*

## Увод

Циљеви економске политике једне земље подразумијевају пуну запоуленост, стабилност цијена, економски раст и уравнотеженост платног биланса, а који се могу остварити искључиво уз хармонизованост монетарне

и фискалне политике. Глобална криза показује да инструменти фискалне политике нису довољни, те се многе земље враћају комбинацији политика у борби против негативних ефеката које постојећа криза има на све секторе реалне економије. Иако се наглашава да је најважнији задатак централне банке да помогне одржавање економског раста уз високу стабилност новца, окружење текуће монетарне политике карактерише високи степен ризика и неизвјесности. Финансијска стабилност ствара одрживе претпоставке за раст бруто домаћег производа и смањење незапослености, а истовремено систем чини отпорнијим на екстерне шокове, којима су посебно изложене мале и отворене економије. Избор модела монетарне политике криза је учинила још комплекснијим, и значајно мјесто додијелила питању монетарне суверености, те предностима и недостацима одрицања од ње.

Адекватно вођење монетарне политике и избор режима девизног курса, од круцијалног су значаја за земље у транзицији, јер се поставља питање могућности и ограничења монетарне политике мале и отворене привреде у условима високог степена економских интеграција и нестабилности на тржишту. Увођење валутног одбора у Босни и Херцеговини имало је за циљ успостављање кредибилности економске политике у циљу монетарне стабилизације земље и постизању повјерења у националну валуту. За земље у развоју, чврсто везивање девизног курса за валуту неког од водећих монетарних ауторитета може представљати добру стратегију у циљу економске стабилизације. Елиминација валутних ризика чини да учесници на тржишту не разликују економско стање у земљи која је везала своју валуту у односу на земљу за чију се валуту врши везивање, тако да се изједначавају и услови по којим се ове земље задужују.

Ипак, отворено питање и дилема око режима фиксног девизног курса огледа се у могућем преносу вањских поремећаја и нестабилности, те ап्रेसијацији домаће валуте што у условима немогућности интервенције монетарне политике има штетне посљедице на извоз и економски раст земље. Криза је у већини земаља ЕУ узроковала успорен привредни раст, пораст незапослености и јачање фискалних притисака. Посљедично, успоравање глобалне привреде значи пад у цјелокупној потрошњи и инвестиционим активностима што је и у БиХ узроковало значајно погоршање услова размјене. Слаба домаћа потражња, погоршање фискалне позиције земље и притисак на девизне резерве основни су генератори негативног привредног раста у БиХ. Узевши у обзир предности и недостатке, несумњиво је да класични монетарни одбор представља погодна средство монетарне стабилизације, али не и механизам динамизирања привредног раста. У таквим околностима расте изазов и дилема модела монетарне политике БиХ.

## **1. Теоријски аспекти управљања монетарном политиком**

У вези са дилемом избора модела монетарне политике и режима девизног курса, у литератури се проналазе многобројне класификације режима у зависности од аутора и истраживања. Право сваке земље је да изабере и проводи адекватан модел монетарне политике, а ово питање посебно је изражено у малим и отвореним економијама, каква је и БиХ, гдје избор модела монетарне политике мора у обзир узети постојеће политичке, економске и социјалне прилике и кретања. Френкел (Frenkel, 2003) је дефинисао девет аранжмана, почевши од ригидних ка аранжманима са растућом флексибилношћу, према којој фиксни девизни аранжмани укључују монетарну унију, доларизацију и валутни одбор. У валутним одборима монетарна власт има обавезу одржавања нивоа девизних резерви 100% у односу на монетарну базу. Режим неодрживо подсећа на златни стандард само без злата као основе девизног система, јер се новчана маса шири и сужава аутоматски са платнобилансном позицијом, при чему је изгубљен простор за дискрециону монетарну политику, укључујући њену улогу као зајмодавца у крајњој инстанци. Доларизација је облик девизног аранжмана која иде корак даље, у смислу да у потпуности укида националну монетарну сувереност. Монетарна унија претпоставља губитак монетарног суверенитета, крунисаног прихватањем заједничке валуте за већи број земаља чланица уније и елиминисањем националних валута (Beker, 2006).

### **1.1. Ортодоксни и квазивалутни монетарни одбор**

Валутни одбор представља режим монетарне политике и политике девизног курса, која издаје конвертибилну домаћу валуту, везану уз неку страну валуту (валута сидро) према фиксном курсу, и гдје још увијек постоји централна банка и национална валута. Валута која представља сидро вриједности домаће валуте обично је једна од свјетских валута високе стабилности и конвертибилности, која својим кредитбилитетом гарантује сигурност домаће валуте. У већини земаља то су долар и евро.

Валутни одбор дефинише се као “режим девизног курса, у коме је курс фиксиран за валуту сидро а Централна банка функционише према изразито ограниченим монетарним правилима” (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2003).

Према дефиницији, валутни одбори представљају пасивне монетарне институције чије је функционисање засновано прије свега на аутоматизму, за разлику од стандардних централних банака које имају велики степен дискреције. Док неки аутори ову специфичну карактеристику валутног одбора посматрају као главну предност (Hanke & Schuler 1994; Богетић, 1997), други аутори, међутим, сматрају немогућност вођења активне монетарне полити-



ке главном маном валутног одбора и разлогом за његово укидање (Roubini, 1998). По њима, пасивна улога валутног одбора чини националну економију осјетљивом на промјене и шокове на тржишту (Фабрис и Родић, 2013).

Када говори о избору режима девизног курса Фишер (Fischer, 2001) примјећује да избор између режима чврстог и флексибилног девизног курса значајним дијелом зависи од карактеристика националне економије, а дијелом њене инфлаторне историје из прошлости. Избор валутног одбора има смисла за земље са дугом историјом монетарне нестабилности, или за земље блиско интегрисану са другом земљом или економском унијом.

Теоретске претпоставке и валутни одбори у пракси указују на то да, данас у свијету, између земаља гдје се примјећује валутни одбор, постоје веће разлике у улози и функцијама централних банака датих земаља. Тако разликујемо *ортодоксне* валутне одборе и *квазивалутне* одборе, у зависности од степена дискреционих интервенција које стоје на располагању централној банци. Разлике у надлежностима између савремених валутних одбора и традиционалних валутних одбора огледа се у томе да земље које имају савремени аранжман валутног одбора не увозе једноставно монетарну политику земаља за чију се валуту вежу већ задржавају неке елементе дискреционе монетарне политике, углавном помоћу инструмената обавезних резерви и зајмодавца у крајњој инстанци. Како постићи компромис између кредибилитета аранжмана валутног одбора и задржавања овлашћења да се утиче на понуду новца и инфлацију постаје кључно питање. Поред поменутих двије, разлике између ова два облика валутног одбора могу се идентификовати и у сљедећим параметрима: степен кредибилитета и транспарентности, јасна законска основа, квалитет покривености резервном валутом, покривеност монетарних агрегата, потраживања по резервама, оперативна аутономија, транспарентност и одговорност, те могућност постојања излазне клаузуле.

Основна разлика између *ортодоксној* монетарног одбора и класичне централне банке огледа се у томе што централна банка има дискреционо право при вођењу монетарне политике и одређивању понуде новца, док тим дискреционим правима монетарни одбор не располаже и он функционише по правилима пасивне монетарне политике. Монетарни одбор не располаже дискреционо правом да утиче на понуду новца и њу одређују искључиво тржишни фактори. Монетарна политика је потпуно аутоматска пошто монетарни одбор врши емитовање или повлачење домаћег новца само у обиму у коме постоји еквивалентан прилив или одлив девиза резервне валуте. Количина домаћег новца у оптицају стриктно зависи од тражње за тим новцем. Монетарни одбор ће да емитује онолику количину домаћег новца колика је тражња за њим и при којој се у замјену за домаћи новац понуди еквивалентан износ девиза резервне валуте.

Увођењем монетарног одбора држава губи монетарни суверенитет. Централна банка земље резервне валуте одређује износ резерви на читавом валутном подручју, укључујући ту и земље са монетарним одбором. (Вукмирица и Шпирић, 2005)

Савремени валутни одбори, или често називани *квазивалутни одбори*, остављају одређени степен дискреционог права централној банци да проводи ограничене функције класичне централне банке најчешће у виду одређивања динамике у понуди новца, крајњег кредитора у случају тржишних шокова и прилагођавања промјена степена обавезних резерви.

Неиздјежно је објаснити основне предности и недостатке овог модела монетарне политике, са нагласком на *оригинални* модел валутног одбора какав је у Босни и Херцеговини. Као основне предности и користи наводе се монетарна дисциплина и редуковање инфлације, с обзиром да се ограничава дискреција монетарних власти правилом немогућности ширења монетарне базе ван нивоа девизних резерви.

Монетарна дисциплина у вези је и са фискалном дисциплином, јер се не дозвољава дефицитарно финансирање буџетске потрошње, што имплицира макроекономску стабилност као резултат чврсте економске политике. Сматра се да валутни одбор сигнализује велики кредибилитет тржишним учесницима, чиме привлачи страни капитал и имун је на спекулативне нападе (Beker, 2006). Фиксни девизни курс и немогућност спекулативних напада, анулира девизни ризик и тиме појачава ефекат страних директних инвестиција и повољне климе за нова капитална улагања. Друго гледиште одбране фиксног девизног режима јесте његова корисност за земље у развоју, уз претпоставку да монетарна и фискална стабилност доноси кредибилитет, који су потребни тим земљама, с обзиром на њихову зависност од међународне трговине и међународних тржишта капитала (Calvo & Reinhart, 2000).

Поред наведених предности, аранжман валутног одбора има све недостатке који се са избором овог модела управљања монетарном политиком свјесно прихватају као недостаци које фиксни девизни курс неоспорно има.

Одсуство дискреционе монетарне политике преко фиксног девизног курса на којем почива монетарни одбор, још више смањује маневарске могућности за макроекономским усклађивањем, јер не долази до промјене девизног курса. И у условима монетарног одбора може да постоји потреба за промјеном утврђеног девизног курса који реално може да постане прецијењен. До тога долази, по правилу, због инфлаторне инерције, али и због чињенице да домаће цијене, и у условима фиксног девизног курса, расту и настоје да се постепено прилагођавају цијенама у земљама резервне валуте. Прецијењени девизни курс ће за посљедицу имати смањење међународне

конкурентности земље са монетарним одбором и изазваће, не мале, спољнотрговинске проблеме и успорен привредни раст. (Душанић и Шпирић, 2009).

Према Рубинију (Roubini, 1998) фиксни девизни курсеви, а нарочито аранжмана валутног одбора, повезани су са стварном валутном апријацијом, губитком конкурентности, те погоршањем трговинског биланса и текућег рачуна.

Иако се наводи као предност, чињеница је да монетарни одбор не гарантује фискалну дисциплину, мада претпоставља и промовише здраве јавне финансије. (Владушић, 2012). Пракса показује да су фискалне перформансе у земљама у којима је уведен монетарни одбор на задовољавајућем нивоу. Међутим, у случају потребе фискални дефицит може да се финансира кроз акумулацију јавног дуга и преко система плаћања. Одрживост монетарног одбора ће, сасвим извјесно, бити угрожена када се монетарни одбор установљава у земљи са ниском фискалном дисциплином тако да се развије тржиште владиних краткорочних хартија од вриједности. Постоји могућност да владине хартије од вриједности постану алтернативна валута, што може – и поред тога што је за то потребно вријеме – угрозити финансијску дисциплину.

С обзиром да у аранжману валутног одбора не постоји могућност кредитирања државе, тј. не може се вршити монетизација буџетског дефицита, чињеница је да ће расположива средства, односно резерве монетарног одбора бити уложене у стране хартије од вриједности (државне обвезнице) које гласе на резервну валуту. На тај начин земље монетарног одбора кредитирају друге, по правилу, економски веома снажније привреде, а то не могу учинити са својом државом.

Против фиксног девизног режима постоје упозорења, бар у случајевима када га не прати опрезна фискална политика. Mckinnon & Pill (1998) упозоравају на чињеницу да фиксни девизни курс охрабрује екстерно задужевање до нивоа настанка проблема “прекомјерног задужења”, зато што он умањује перцепирани ризик оваквог задужевања. Burnside, Eichenbaum & Rebello (2001), развијају модел у коме влада гарантује за инвестиционе губитке и тиме елиминише подстицаје за обезбјеђење од девизног ризика. Cook & Devereux (2003) такође упозоравају да, уколико није комбинован са опрезном фискалном политиком, фиксни девизни курс треба избјегавати, из разлога што он води презадужевању и посљедишно валутној кризи. (Башић, 2004)

Поред специфичности којима се монетарни одбор одликује, због тако утврђених крутих правила и елиминисања дискреционе монетарне политике, можемо рећи да ортодоксни аранжман валутног одбора са собом носи све предности и недостатке режима фиксног девизног курса.

## 1.2. Евроизација као алтернативни режим монетарне политике

За земље у развоју, при избору евроизације/доларизације као модела монетарне политике, идентификација трошкова и користи, као и мјерење њихове релативне важности, подразумијева процјену корисности увођења, ефеката и начина функционисања. Доларизација има смисла уколико су испуњени сљедећи предуслови:

- земља је релативно мала и у великој мјери зависна од спољне трговине,
- земља је у блиској прошлости доживјела хиперинфлацију,
- приходи од емисионе добити су релативно мали због широко присутне неформалне доларизације и
- постоје девизне резерве које би омогућиле замјену националне валуте са страном.

У зависности од тога која се валута користи као средство размјене устављени термини су евроизација - за евро и доларизација - за долар.

У литератури монетарне теорије разматрају се 3 појавна облика доларизације:

а) неслужбена; б) службена и ц) полуслужбена. (Ловриновић и Иванов, 2009, стр. 504) *Неслужбена доларизација* подразумијева да правни субјекти држе знатан дио своје имовине у страном новцу који није званична валута предметне државе, а уз њу паралелно функционише и национална валута. Неслужбена доларизација постоји када домаћи субјекти своју имовину држе у страниој валути како би сачували њену реалну вриједност која је у земљама у развоју често била угрожавана инфлацијом и девалвацијама. *Полуслужбена доларизација* подразумијева употребу страног новца као законског средства плаћања који количином може вишеструко прећи износ депозита у домаћој валути код домаћих банака, но који и даље представља секундарно средство плаћања. *Службена доларизација* подразумијева ситуацију у којој страна валута има искључиву улогу валутарног новца који се користи за све врсте плаћања, док домаћа валута (уколико постоји) има секундарну улогу.

Према Димитријевић и Фабрис (2012), појам доларизације није нов, али тек у посљедњој деценији постаје чест инструмент економске политике који заговара све већи број економиста. Под појмом доларизације, односно евроизације, подразумијева се неколико различитих монетарних система који су међусобно врло различити, али имају заједничку карактеристику да је у формалним или неформалним трансакцијама страна валута широко распрострањена као платежно средство.

Све земље које су прихватиле полуслужбену доларизацију претходно су прошле фазу незваничне доларизације, која се најчешће користи послије

хиперинфлација. Данас је у свијету највише присутна неслужбена доларизација, тј. примјери да се монетарна политика води на основу секундарне валуте. Питање монетарне суверености у случају доларизације, тј. евроизације, карактерише се у зависности од облика који је присутан у датој економији. Сматра се да држава која преузима страну валуту није изгубила своју монетарну сувереност, иако је извршавање надлежности које из ње произилазе значајно ограничено, јер њена монетарна политика директно зависи од смјерница централне банке државе чију валуту преузима.

### 1.3. Монетарна унија као највиши степен монетарне интеграције

Монетарна политика у координацији са фискалном политиком, претпоставка су економском расту и успјешном функционисању једне привреде. Из тих разлога, свака држава настоји да задржи суверенитет у вођењу монетарне политике и право емитовања и управљања токовима новчане масе. Ипак, државе прихватају губитак монетарног суверенитета и одлучују да заједнички формирају неки облик монетарне уније, из разних политичких и економских разлога и тада говоримо о преносу дијела или цјелокупног монетарног суверенитета на наднационалну економску или монетарну унију. У условима изражене валутне конкуренције, јаке свјетске валуте потиснуле су из употребе један број слабих националних валута. Паралелно с тим, растућа интегрисаност економија Европске уније довела је до стварања монетарне уније и креирања јединственог европског новца - евра.

Разлика између формирања монетарне уније и евроизације може се направити са много различитих аспеката. Ипак, оно што им је заједничко је губљење националног монетарног суверенитета, те немогућност вођења националне монетарне политике и националне политике девизног курса. (Станишић, 2012)

Монетарна унија значи напуштање монетарне суверености због заједничке валуте, али у односу на аранжман валутног одбора и евроизације, има одређених предности због учешћа у процесу којим се регулишу монетарна политика. Микроекономске предности прихватања заједничке валуте - снижавање трансакционих трошкова, већа транспарентност цијена и монетарна стабилност, сматра се да су веће у односу на трошкове промјене и увођења нове јединствене валуте.

Због хетерогености чланица монетарне уније, поставља се питање може ли губитак монетарног суверенитета и независне монетарне политике, бити оптимална за све њене чланице? За разлику од симетричних, при настанку асиметричних шокова, као поремећаја који различито утичу на различите земље, чланство у монетарној унији постаје ограничавајуће. У том случају оно што одговара једној земљи, штети другој, што се објашњава улогом за-

једничке централне банке која не може у исто вријеме да предузме акције које би ишле у прилог за обе земље. То је неиздјежан трошак стварања монетарне уније, јер уколико се догоди асиметрични шок, заједнички девизни курс не може да изолује све земље које припадају монетарној унији.

## 2. Управљање монетарном политиком у Босни и Херцеговини

Да бисмо у потпуности анализирали дomete и ограничења монетарне политике Босне и Херцеговине, морамо сагледати све специфичности које утичу на монетарни систем БиХ. У политичком и економском окружењу које је карактерисало Босну и Херцеговину непосредно након ратних дешавања, једини адекватан облик монетарне политике за стабилизацију финансијског сектора био је управо валутни одбор. За земљу која се налази у процесу транзиције ка тржишном моделу, веома је важно обезбједити макроекономску стабилност чији је кључни предуслов стабилан домаћи новац, са чврстом основом за инвестирање у привредни развој. Постратни период, међусобно неповјерење унутар земље и неопходност изградње укупне стабилности друштва, било би теже оствариво и ризично уз успостављање класичне централне банке са свим расположивим функцијама односно могућношћу да води властиту “дискрециону” монетарну политику. Услови у којима једна земља има велике потребе за финансирање обнове и реконструкције и веома изражене социјалне потребе, стављају централну банку пред тешкоће у дефинисању и провођењу мјера монетарне политике.

Велики притисци у правцу финансирања нарасталих потреба путем (непокривене) емисије новца сигурно би произвели високу стопу инфлације и укупну макроекономску нестабилност, а посебно би отежали услове за потенцијалне стране инвеститоре да улажу у економски и социјални опоравак БиХ. Имајући на уму наведено, модел валутног одбора представљао је најпогодније рјешење за БиХ на путу интеграције економског простора у монетарној сфери, па и изградње јединственог економског система у цјелини, остваривања макроекономске стабилности, поред осталог и путем стабилног новца и избјегавања могућег утицаја извршне на монетарну власт. (Козарић, 2007)

Из претходне анализе оправданости увођења овог ригидног аранжмана монетарне политике потврђујући горе наведено, можемо констатовати да је монетарни одбор био добар избор у датом моменту. Али непобитна је чињеница да тако изабран монетарни одбор, заснован на фиксном девизном курсу и према строго утврђеним правилима, тј. пасивна монетарна политика није могла да оствари и развојне функције. Дилема око режима фиксног девизног курса огледа се у могућем преносу вањских поремећаја

и нестабилности, те апресијацији домаће валуте што у условима немогућности интервенције монетарне политике има штетне посљедице на извоз и економски раст земље.

Поред недостатака које са собом доноси монетарни одбор, на макроекономско окружење БиХ великим дијелом утиче актуелна економска криза и висок степен ризика и неизвјесности који су пред монетарне власти ставиле изазов одржавања финансијске стабилности и избора адекватног девизног курса и модела монетарне политике. Криза се у већини земаља ЕУ одразила на финансијски систем, а потом и на реални сектор узрокујући успорен привредни раст, пораст незапослености и јачање фискалних притисака. Посљедично, успоравање глобалне привреде значи пад у цјелокупној потрошњи и инвестиционим активностима што је и у БиХ узроковало значајно погоршање услова размјене. Главни ефекти економске стагнације у ЕУ (и еврозони) на домаћу економију су се рефлектовали у смањењу спољне тражње за нашим извозом и недовољних капиталних прилива. Слаба домаћа потражња, погоршање фискалне позиције земље и притисак на девизне резерве основни су генератори негативног привредног раста у БиХ. Узевши у обзир предности и недостатке, несумњиво је да класични монетарни одбор представља погодно средство монетарне стабилизације али не и механизам динамизирања привредног раста. У наставку рада анализирамо ефикасност валутног одбора у економији БиХ.

### 3. Ефикасност режима валутног одбора у БиХ

Ефикасност режима валутног одбора најбоље можемо представити кроз економске параметре који се узимају као релевантни у оцјени одрживости овог режима монетарне политике. Њихов значај огледа се у чињеници да они са једне стране представљају оправданост задржавања овог облика монетарне политике, уз евентуалне модификације, а истовремено представљају изворе опасности за његову одрживост, усљед недостатака које може имати на економски раст БиХ.

#### 3.1. Валутни одбор и инфлација

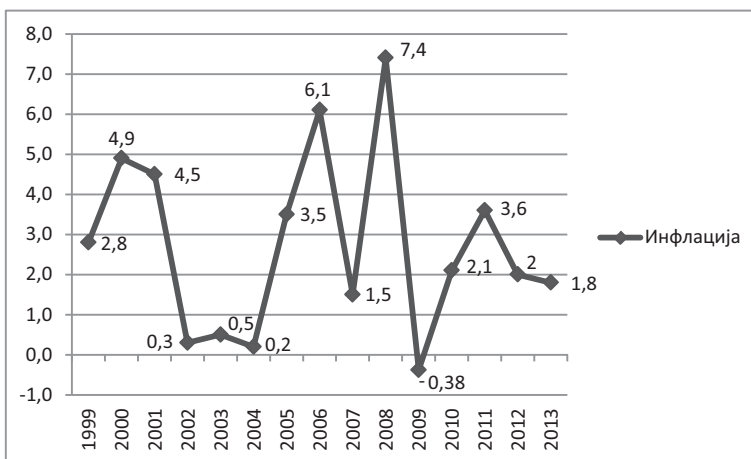
У претходном дијелу смо навели да је основни задатак валутног одбора у земљама које се налазе у транзиционом и реформском процесу да обезбједи стабилност валуте, односно да стабилизује инфлацију на што нижем нивоу. Један од таквих захтјева подразумијева да стопа инфлације конвергира стопи инфлације земље валуте сидра, тј. валуте за коју је домаћа валута везана. Ако посматрамо инфлацију у БиХ (Графикон 1), можемо примјетити да је опадала у периоду од 2000. до 2004. године и кретала се у вријед-

ностима нижим од нивоа инфлације који је превладавао у еврозони. Благи пораст током 2005. године био је посљедица егзогених притисака изазваних порастом у цијенама нафте на свјетским тржиштима. У 2006. години, ниво инфлације такође доживљава одређени скок у нивоу цијена изазван увођењем пореза на додату вриједност (ПДВ). Цијена сирове нафте је значајније расла у првој половини 2008. године, чиме је знатно утицала на глобална инфлаторна кретања. Инфлаторни притисци су били израженији, тако да је годишња инфлација скоро достигла двоцифрени износ средином године. Почетак инфлације је узрокован растом цијена (нафте и хране) на свјетским тржиштима, али је инфлациона спирала убрзана усљед раста домаћих плата и комуналних услуга. Уз то, протеклу годину је карактерисала и наглашена фискална експанзија, углавном кроз раст социјалних трансфера и текуће потрошње. Спољна позиција је даље слабила кроз повећани спољнотрговински дефицит.

Упркос расту робног извоза, нето извоз (спољнотрговински дефицит) је претрпио погоршање и практично је имао негативан допринос за економски раст. Домаћа потрошња је била стимулирана растом плата (нарочито у јавном сектору), великим износом новопласираних кредита становништву, те континуираним приливом дознака из иностранства (подаци Централне банке БиХ). Уочавамо да је инфлација очувана у стабилним оквирима и да конвергира стопи инфлације у еврозони, изузев 2006. и 2008. године, што је резултат егзогених фактора изазваних порастом у цијенама нафте на свјетским тржиштима, а потом и свјетском економском кризом.

### Графикон 1.

Кретање стопе инфлације у БиХ



Извор: World Economic Outlook Database, октобар 2013, обрада аутора



Оно што представља опасност за економију БиХ управо је погоршање спољне конкурентности што води погоршавању платнобилансног дефицита и посљедично инфлаторним притисцима. У принципу, све док продуктивност не расте спорије од плата, не постоји опасност по одрживост паритета евро - конвертибилна марка.<sup>2</sup> Можемо закључити да је валутни одбор, показао ефикасност у сузбијању инфлације која се кретала максимално око 7%, и обично испод 3% годишње.

### 3.2. Платнобилансни дефицит

У прегледу релевантне литературе и на бази примјера из праксе, иако са доста опречних мишљења, евидентно је да аранжмани фиксног девизног курса (а посебно у случају ортодоксног валутног одбора) током времена доводе до прецијењености националних валута што стимулише увоз и обесхрабрује извоз. Дакле, на основу теоријских претпоставки, очекивања су да земље у ригидном аранжману валутног одбора имају већи дефицит текућег рачуна (као % БДП-а) од земаља које су се одлучиле за примјену флексибилног девизног курса. ЕЦБ (2006) је анализирајући платнобилансни дефицит на примјеру привреда у транзицији, дошао до закључка да су највећи дефицит текућег рачуна у земљама под режимом валутног одбора. Резултати истраживања Мехл и Винклер (Mehl & Winkler, 2003) показују исти закључак за земље у транзицији, наводећи да “тренутно стање у четири земље са овим режимом карактеришу релативно високи дефицити, углавном одражавајући знатне приливе капитала и, у случају Босне и Херцеговине, прилив стране помоћи.” (Фабрис и Родић, 2012).

Уколико посматрамо кретање платнобилансног дефицита на примјеру Босне и Херцеговине, и узимајући у обзир да аранжман валутног одбора БиХ функционише по класичном, ортодоксном моделу, уз пасивну монетарну политику и без избора инструмената монетарне политике које би стајале на располагању ЦБ БиХ у подстицању извоза и економског раста, горе наведену тезу можемо и потврдити (Графикон 2).

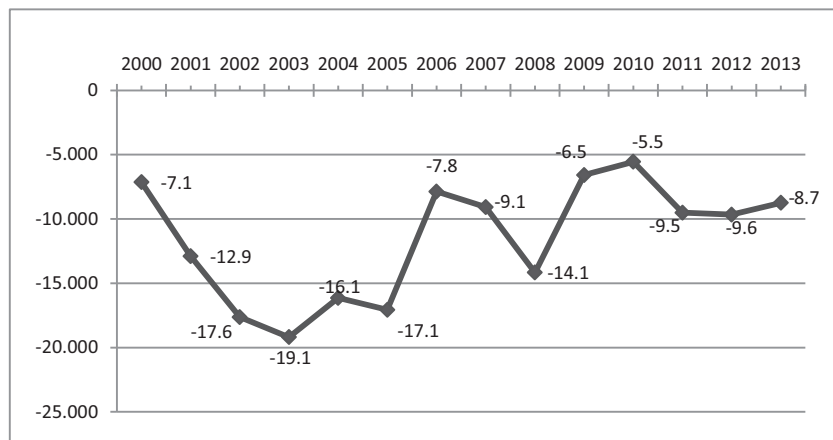
У 2012. забиљежена је нижа вриједност и увоза и извоза у односу на претходну годину, с тим што је пад вриједности извоза био доста израже-

<sup>2</sup> Овај услов изведен је из макроекономског модела Роберта Мундела о прилагођавању у случају фиксног и флексибилног девизног курса, при чему би се динамика раста и флексибилност плата могли поставити као кључни услов за одрживост фиксног девизног курса. Подаци истраживања одрживости аранжмана валутног одбора (Кристић, 2007) указују да раст плата у БиХ није адекватно покривен растом продуктивности у привреди, посебно у превеликом јавном сектору, што може имати директан утицај на бржи раст потрошње, а тиме и ниво домаћих цијена и увоза с једне стране, те дестимулирање извоза с друге стране. С обзиром на погоршање трговинског дефицита, то може представљати стални притисак на паритет између евра и КМ.

нији, што је посљедица смањене потражње у земљама главним трговинским партнерима. Уочава се константан дефицит платног биланса са повременим али несталним побољшањима.

### Графикон 2.

Платнобилансни дефицити у БиХ



Извор: World Economic Outlook Database, октобар 2013, обрада аутора

Смањење дефицита текућег рачуна резултат је прије свега смањеног увоза условљен падом куповне моћи становништва током кризе, редуковање обима кредита, смањеним новчаним приливима и мјерама штедње у јавном сектору. Закључујемо да повремена побољшања платног биланса Босне и Херцеговине нису суштински производ босанскохерцеговачке економије или реалног економског раста, већ су условљени егзогеним факторима и глобалним макроекономским окружењем. С обзиром на висок спољнотрговински дефицит, недовољна покривеност увоза извозом и финансирање дефицита текућег рачуна нестабилним категоријама, као што су дознаке из иностранства, директне стране инвестиције и разне врсте страног задужевања, финансирање дефицита текућег рачуна у наредним периодима и условима у којима би могло бити отежано, представљаће изазов за креаторе економске политике.

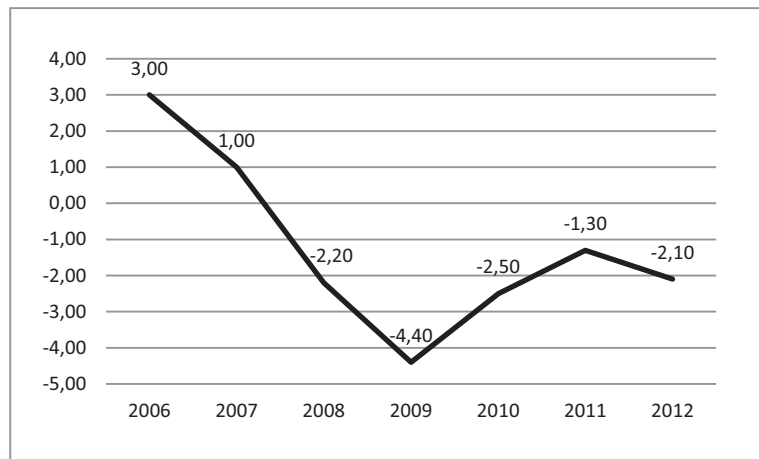
### 3.3. Фискална дисциплина у режиму валутног одбора БиХ

Анализа фискалног дефицита и јавног дуга у БиХ полази од специфичности у управљању монетарном политиком и политиком девизног курса у смислу немогућности примјене активне монетарне политике. Доминантан сегмент у управљању јавним дугом припада фискалној политици и политици контроли расхода. Анализом фискалног дефицита и јавног дуга

у БиХ, уочава се континуиран фискални дефицит, који је највише вреједност достигао у 2009. години, у износу од 4,4 процента БДП-а, што показује једну од основних фискалних слабости земље. Висок буџетски дефицит из претходних периода и спорост у спровођењу политичких и економских реформи резултирали су порастом задуживања БиХ код међународних финансијских институција, и значајним порастом задуживања код комерцијалних банака на домаћем тржишту капитала. Растућа јавна задуженост и повећање годишњих ануитета за отплату спољног дуга, у комбинацији са пројектованим успореним економским растом и високим буџетским дефицитом, стављају питање одрживости јавног дуга у фокус. Пријетње управљању јавним дугом су: кредитни рејтинг, смањена могућност задуживања код међународних финансијских институција, политичка (не)стабилност, утицај свјетске финансијске и економске кризе, смањење прилива директних страних инвестиција, негативни платни биланс, проблеми и кашњења у расподјели индиректних пореза, висока стопа незапослености, смањени трансфери из иностранства и др.

### Графикон 3.

Фискални дефицит БиХ



Извор: Централна банка БиХ, Годишњи извјештај за 2012, обрада аутора

У условима актуелне свјетске економске кризе, стагнације БДП-а и прихода у буџетима, као и чињеница да измирење дугорочних обавеза као приоритета, може у већем проценту ангажовати буџетска средства, и даље је потребан опрез при будућем задуживању, у смислу уговарања нових задужења по повољнијим условима, прилагођавања распореда отплате обавеза висини очекиваних прихода, те одабира приоритетних пројеката. Једна од главних пријетњи је смањен кредитни рејтинг БиХ, који утиче на смање-

ње прилива страних директних инвестиција, као и погоршање услова под којима се БиХ може задуживати код међународних финансијских институција, али и ограниченим могућностима задуживања на домаћем тржишту услед ограничене домаће акумулације. Велики утицај на ниво домаће акумулације имају и трансфери из иностранства, што значи да привредна ситуација у земљама Европске уније и еврозоне увелико утичу на привредна кретања у БиХ.

#### **4. Искуства земаља чланица Е(М)У које су управљале монетарном политиком путем режима валутног одбора**

Чињеница је да се, анализирајући управљање монетарном политиком, уочава да универзални модел вођења политике не постоји. Оно што је добро и оптимално прихватљиво за једну земљу не мора истовремено бити и за другу националну економију. Различитост просјечне стопе раста БДП-а, нивоа економског развоја, политичко-економско и социјално окружење, захтијева да државе саме бирају најадекватнији облик управљања монетарном политиком. Ипак, полазне основе модела монетарне политике у анализи изабраних земљама су врло сличне. Босна и Херцеговина има сличне поставке валутног одбора са земљама Источне Европе - Бугарском, Естонијом и Литванијом. За разлику од њих, Аргентина и Хонг Конг имају изражене специфичности у односу на претходно наведене земље. Оно што уочавамо као заједничку карактеристику јесте стабилизирајући ефекат примјене валутног одбора, и позитивне импликације истог у приступању наведених земаља у Е(М)У. У наставку ћемо изложити неке од њихових основних специфичности у циљу компарације са моделом валутног одбора БиХ.

##### **4.1. Аранжман валутног одбора на примјеру Естоније**

У Естонији је од 1992. године почео период транзиције од централно-планске ка тржишно оријентисаној економији. Сам почетак транзиције било је стицање независности падом Совјетског Савеза. У јуну исте године уведена је “круна” као домаћа валута и законско средство плаћања. Као и већина других малих земаља које су пролазиле реформски и транзициони процес, одржавање монетарне стабилности био је основни циљ монетарних и економских реформи. Инструменти монетарне политике који су стајали на располагању Централној банци Естоније била је куповина и продаја депозитних сертификата, промјене у висини стопе обавезне резерве, устаљене погодности кредитирања, и у случају тржишних шокова и нестабилности одобравање кредита у циљу обезбјеђења ликвидности појединих банака. Централна банка Естоније може користити наведене инструменте

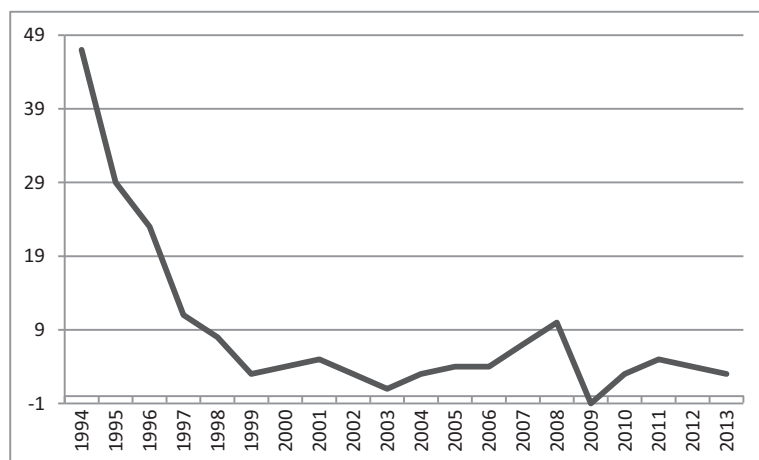
монетарне политике све док њене девизне резерве премашују минимални износ покрића домаће валуте, “круне”. За разлику од БиХ, учавамо да се валутни одбор у Естонији сврстава у савремени, “квазивалутни” облик, са много већим дискреционим правима централне банке.

Премда се аранжман монетарног одбора и његова стриктна правила која се тичу функције централне банке као “зајмодавца у крајњој инстанци” тумаче као потенцијални извор нестабилности, на искуствима Естоније имамо сасвим супротан примјер. Пошто је валутни одбор том мјером приморао банке да се ослоне на свој сопствени капитал и своју сопствену ликвидност, ово је имало директан утицај на тржишну структуру, јер су банке морале да траже финансијски јаке партнере, а њихова управа заинтересована само за стране, респектабилне институције за улазак у домаћи банкарски сектор. Долазак страног капитала је омогућио домаћим банкама снажну капитализацију и трансфер најбољих међународних банкарских искустава. То је, заједно са високим обавезама држања нивоа ликвидности, јасно смањило вјероватноћу изненадних шокова ликвидности. (Ђонлаглић, 2006)

Иако је флексибилан режим монетарног одбора у Естонији оставио многа дискрециона права Централној банци, кретање стопе инфлације показује да то није имало негативних ефеката на стабилност цијена (Графикон 4).

#### Графикон 4.

*Кретање стопе инфлације у Естонији од увођења режима валутног одбора*



Извор: World Economic Outlook Database, октобар 2013, обрада аутора

Главни циљ програма монетарне политике Естоније био је успостављање јачих економских односа са Европском унијом, а усвајање евра дугогодишњи стратешки приоритет естонске владе. Од уласка у ЕУ, Естонија је

у свајање евра посматрала као најприхватљивију излазну стратегију валутног одбора. (Lättemäe and Randweer, 2006)

Задржавајући облик квазивалутног, флексибилнијег облика монетарног одбора све до вишег степена монетарне интеграције, евро је као валута ступила на снагу у Естонији 1. јануара 2011. Током 2010. године, Естонија је успјешно испунила све критеријуме из Мастрихта, који су потребни да се придруже евро зони. Естонија је истовремено 17. земља и прва балтичка држава која се приступила монетарној унији.

#### **4.2. Модел монетарне политике Бугарске**

Монетизација високог фискалног дефицита, висок износ унутрашњег дуга, висока инфлација и проблеми банкарског сектора, биле су основне карактеристике бугарске економије у првој половини XX вијека и оправдан разлог увођењу система валутног одбора. Макроекономска стабилизација био је примарни задатак Централне банке Бугарске, а валутни одбор начин да се избори са константном финансијском нестабилности присутне од почетка транзиције ка тржишној економији, која је ескалирала појавом хиперинфлације и драстичним погоршањем у билансима комерцијалних банака. Настојала се обезбиједити економска стабилност земље и одржати стабилност националне валуте, кроз пуну покривеност пасиве банке ликвидним девизним резервама, омогућити неограничену размјену између бугарског лева и резервне валуте земље према утврђеном званичном курсу и издавање новчаница и кованог новца у земљи. Одржавање валутног одбора док се Бугарска не придружи еврозони, био је највећи политички приоритет земље.

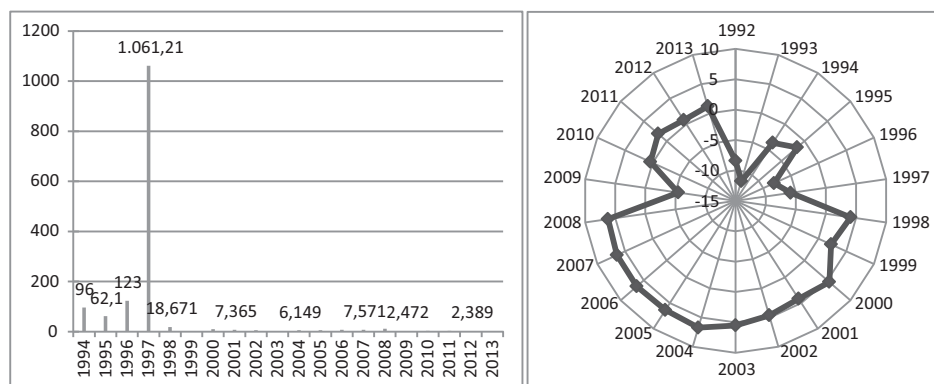
У моделу бугарског валутног одбора постоји дјелимична могућност дискреционог вођења монетарне политике, дакле флексибилније него на примјеру монетарног одбора БиХ. Овакав вид “квазивалутног” монетарног одбора у случају Бугарске огледа се кроз функције и инструменте Централне банке и то: функције посљедњег уточишта, укључивање фискалних резерви владе у пасиву валутног одбора што даје могућност дјеловања на обим новчане масе, као и обавезне резерве. Уколико упоредимо податке стопе инфлације прије и након увођења валутног одбора (Графикон 5), уочавамо значајан пад инфлације након само двије године, уз истовремен раст БДП, што показује да флексибилни односно модификовани класични валутни одбори могу створити квалитетну основу и предуслове за економски раст.

Осим обуздавања инфлације и стопе раста реалног БДП-а, у Бугарској економији долази до наглог пада каматних стопа на државне обвезнице, што је донијело велико олакшање за државну потрошњу и бољу прерасподјелу државних ресурса. Суштина успјешне дезинфлације у Бугарској огле-

да се у чињеници да су пресјечена два главна хиперинфлаторна канала у којима је држава спријечена у даљњем непотребном задуживању и то да је Централна банка Бугарске наметнула строгу дисциплину у банкама. (Фабрис и Родић, 2012)

### Графикон 5.

Крећанње инфлације и БДП у Бугарској



Извор: Еуростат, обрада аутора

Савремени валутни одбори, са примјером у Бугарској, одступа од изворног оквира аранжмана валутног одбора у настојању да се постигне одговарајући компромис између кредибилитета аранжмана валутног одбора и његове способности да утиче на инфлацију, каматне стопе и понуду новца. Бугарска је сачувала одређене елементе дискреционе монетарне политике, путем инструмената обавезних резерви и зајмодавца у крајњој инстанци.

Премда оба анализирана монетарна система одступају од класичног валутног одбора, позитивна искуства заправо су резултат веома пажљивог приступа у обезбјеђењу дискреционог маневра централних банака Естоније и Бугарске. Флексибилније дјеловање централних банака и употреба проширених инструмената монетарне политике није у опасност довела стабилност девизног курса и ефикасност монетарне политике. Анализа приказаних искустава свој допринос проналази у могућим правцима развоја и модификације аранжмана валутног одбора у БиХ. Детаљну анализу евентуалних промјена и модификације дискреционог маневра Централне банке Босне и Херцеговине дајемо у наставку рада.

## 5. Могућности модификације постојећег валутног одбора у БиХ

Ако се посматра достигнути степен макроекономске стабилности и повјерења у домаћу валуту, може се рећи да је аранжман валутног одбора у Босни и Херцеговини постигао свој основни циљ. Међутим, досадашња

искуства и теоријски аспекти у функционисању система монетарног одбора такође показују ограничења у резултатима реалног раста инвестиција, БДП-а и запослености. Евентуалне промјене и модификације валутног одбора као модела управљања монетарном политиком Босне и Херцеговине, односе се првенствено на проширивање овлашћења ЦБ БиХ у кориштењу нових уз постојеће инструменте монетарне политике. Претходно смо навели да је примарни циљ БиХ, као и анализираних држава, Естоније и Бугарске, управљање монетарном политиком која је заснована на стабилности и фиксном девизном курсу. Међутим, ЦБ БиХ је остварила стабилан институционалан оквир за унапређење модела валутног одбора са циљем равнотеже кредибилности валутног одбора и већих дискреционих овлашћења ЦБ. Поставља се питање да ли су то довољни услови за промјену постојећег система валутног одбора и које заправо алтернативе стоје на располагању креаторима економске, односно монетарне политике?

По угледу на анализиране земље које примјењују флексибилнију форму монетарног одбора и на теоретским основама алтернативних режима монетарне политике, за БиХ између већег броја варијација, постоје двије опције: модификација постојећег ортодоксног монетарног одбора у савремени, “квизивалутни” монетарни одбор и алтернатива постојећем монетарном одбору у виду евроизације.

- Модификација система монетарног одбора кроз давање већих овлашћења Централној банци БиХ и
- Евроизација.

*Модификација система монетарног одбора* давањем већих овлашћења за вођење дискреционе монетарне политике централној банци је искусствено познато рјешење које се најчешће јављало као резултат већег степена самосталности земаља, или као резултат већег притиска власти за добијање таквих овлашћења. Идеја се базира на очувању достигнутих резултата и основних карактеристика система монетарног одбора, уз истовремено ублажавање недостатака. Модификација би се могла спроводити у смислу “омекшавања” система, како би се проширио маневарски простор за примјену нових уз већ постојеће инструменте монетарне политике. Основни циљ ових промјена било би стварање могућности учешћа мјера монетарне политике у развојним функцијама односно стварање предуслова и подстицање економског раста. Суштина је да се задрже постигнути резултати примјене монетарног одбора, уз истовремено увођење неких елемената дискреционе монетарне политике, углавном помоћу:

- Функције зајмодавца у крајњој инстанци и
- Увођење могућности операција са хартијама од вриједности.



При оваквој одлуци неопходно је размотрити све негативне ефекте које тим потезима могу настати, а огледају се у: (Вилендечић, 2004)

- Могућности губљења стеченог повјерења у домаћу валуту;
- Релативна неспособност домаћих институција и органа да остану независне у вођењу монетарне политике;
- Враћање уназад са становишта очекивања прикључења широј трговинској, финансијској и монетарној зони - Европској монетарној унији;
- Поремећај у основним показатељима макроекономске стабилизације;
- Политичка надметања у примјени инструмената монетарне политике;
- Застој у раду банкарског система и финансијског тржишта;
- Пораст трансакционих трошкова.

Оно што би монетарне власти у БиХ могле првенствено разматрати собиром на значај финансијске стабилност у измијењеним околностима на финансијским тржиштима, јесу функција зајмодавца у крајњој инстанци. Њено увођење за циљ има обезбјеђивање ликвидносне подршке банкарском сектору у спречавању банкарских криза и повлачења депозита из банака. Ова мјера је једна од најчешће примјењиваних у земљама са моделом квазивалутног одбора, а који има своје одређене предности и недостатке.

Једна од највећих потенцијалних опасности представља релативно мали износ вишка девизних резерви изнад монетарне пасиве Централне банке Босне и Херцеговине, што би у веома негативним околностима могло допринијети нарушавању принципа покривености монетарних обавеза девизним резервама валутног одбора. С друге стране, постојање кредитора крајњег уточишта би могло помоћи превазилажењу ликвидносних проблема банака и смањивању могућности појаве банкарских паника. (Ковачевић, 2012)

Монетарни систем БиХ тренутно нема изграђен институционални оквир, нити користи инструменте присутне у квазивалутним монетарним одборима у пракси, као што су: репо уговори, државне обвезнице и вриједносни папири тржишта новца. Инструмент политике отвореног тржишта ЦБ БиХ тек треба почети развијати, јер финансијско тржиште по броју учесника, развијености одговарајућих институција, врсти и обиму расположивих инструмената није довољно развијено. Ограничен ниво развијености домаћег тржишта новца дјелимично је повезан са ортодоксним карактером аранжмана валутног одбора који наглашава управљање ликвидношћу на девизном тржишту умјесто на домаћем међубанкарском тржишту. Сви наведени фактори отежавају примјену инструмената монетарне политике у савременим валутним одборима, као што су операције на отвореном тржишту и др., који су засновани на функционисању тржишних механизма.

За рјешавање проблема платнобилансног дефицита у научним и стручним круговима често се предлаже *девалвација курса конвертибилне марке према евр*. Претходно смо навели да аранжман валутног одбора, заснован на фиксном девизном курсу, може водити ка апресијацији домаће валуте, што у условима немогућности интервенције монетарне политике има штетне посљедице на извоз и економски раст земље. Постоји могућност промјене фиксног паритета између евра и КМ, што би значило смањење вриједности КМ у односу на евро, а тиме и у односу на валуте најзначајнијих босанскохерцеговачких трговинских партнера. То би довело до смањења цијена производа изражених у домаћој валути, због чега би наш извоз био јефтинији, а увоз скупљи. У зависности од цијеновне еластичности потражње за извозом и увозом дошло би до стимулације извоза и дестимулације увоза. Са друге стране, то би изазвало повећање камата и посљедично смањење инвестиција, и могуће рецесије. Иако би једнократна промјена девизног курса могла умањити притисак економског прилагођавања на номинални девизни курс, избјегавајући тако непопуларна смањивања номиналних цијена и надница, имала би негативан ефекат на кредибилност монетарних власти и система валутног одбора и инфлаторна очекивања. Неповјерење инвеститора у монетарну стабилност земље и одлив средстава, наводе се као могуће посљедице оваквог потеза економске политике.

Приликом *cost-benefit* анализе *евроизације*, као алтернативног режима монетарне политике, важно је објаснити околности под којима се ови режими предлажу и уводе, с обзиром да за транзицијске земље главни фактори евроизације/ доларизације, истовремено представљају и изворе предности и недостатака увођења овог облика монетарног режима.

Према Ивковић (2010): а) макроекономска неравнотежа, а прије свега висока и волатилна инфлација, снажна депрецијација домаће валуте и неодржив привредни раст, б) недовољно развијено тржиште капитала, в) тржишне имперфектности и г) неадекватна регулатива, разлог су за појаву и ширење доларизације.

Циљ централне банке у повећању кредибилности, у овом случају доприноси постизању одрживог и неинфлаторног привредног раста са крајњим циљем минимизирања монетарне нестабилности. Неријетко доларизација се дефинише као оптималан одговор економских субјеката на неоптималне макроекономске услове. (De Nicolo, G., Honohan, P. & Ize, A., 2003)

У анализи макроекономских кретања у доларизованим економијама, Edwards & Magendzo (2003) користе одговарајућу технику евалуације, чији резултати указују да је инфлација била знатно нижа у доларизованим економијама. Смањење нестабилности девизног курса и смањења трансакцио-

них трошкова, такође се наглашава као позитивна карактеристика доларизованих економија.

Од евроизације се очекује пад каматних стопа, тј. изједначавање високих каматних стопа са свјетским каматним стопама и каматним стопама Европске монетарне уније. Високе каматне стопе супсољедица рестриктивне монетарне политике, јер у процес евроизације најчешће улазе државе у хиперинфлаторним и некредитбилним условима, и увећане су ризиком од државе. (Марковић и Фуртула, 2009)

Могућност финансијске панике и валутних криза био је снажан подстицај за увођење доларизације. Улога доларизације у стварању или спречавању криза унутар представљеног модела Chang & Velasco (1998) показују да би увођење доларизације спријечио домаће централне банке од дјеловања зајмодавца у последњој инстанци која може погоршати финансијску нестабилност и могућност ширења кризе.

Из наведеног се може уочити да је основна предност евроизације држи излазак из тешке инфлаторне ситуације у привреди, када централна банка није у могућности да стабилизује економију и обезбиди стабилност цијена, што је посебно евидентно у транзицијским земљама. Низ предности које евроизација доноси огледају се у облику повећања валутне стабилности због ниске инфлације, чиме расте и заштита реалне имовине од инфлације, смањења трансакционих трошкова и нестабилности девизног курса, смањења каматних стопа, чиме се стимулише спољна трговина и води већој отворености економије.

Основни недостаци евроизације односно уступања дијела монетарне суверености, односе се прије свега на губитак инструмената монетарне политике и политике девизног курса у ефикасном вођењу националне економије. То се прије свега односи на функције централне банке, обзиром да се увођењем евроизације може знатно умањити независност и ефикасност монетарне политике.

Као највећи трошкови евроизације наводе се губитак прихода сењораже (*seigniorage*), улога централне банке као кредитора посљедњег уточишта и већ поменути губитак независне монетарне политике. Из наведеног уочавамо да је у условима службене доларизације/евроизације монетарни суверенитет пренесен на централну банку државе чију валуту преузима. Сењоража представља емисиону добит, тј. разлику између номиналне вриједности новчаница и трошкова за њихову израду. Као могућа компензација за губитак емисионе добити може бити подјела емисионе добити са државом чија се валута користи. Појава евра и међународна конкуренција три највећа свјетска валутна блока могу у будућности утицати на већу спремност земаља да дијеле емисиону добит. (Марковић и Фуртула, 2009)

Истраживање које су извршили Chang & Velasco показују да би доларизација спријечила спровођење оптималне монетарне политике, посебно везано за девизни курс и елиминисање неравнотежних шокова. У случају дивергентних економских циклуса, држава би била у немогућности да реагује на специфичне шокове или да надокнади пад конкурентности у условима кризе. Нестанак функције централне банке као кредитора посљедњег уточишта сматра се трошком евроизације, мада поједини аутори то наводе као и предност у дисциплини провођења мјера монетарне политике, у зависности од облика који се примјењује. У критичним ситуацијама ликвидности, ипак, оно представља велики проблем, када се домаћим банкама оставља могућност реализације кредитних линија са страним банкама, што у условима тржишних шокова и глобалне нестабилности значи тежи начин прилива неопходног капитала.

У литератури постоје супротстављени ставови о негативним ефектима доларизације/евроизације. Док једна група аутора истиче позитивне импулсе доларизације за мале и отворене економије, други аутори сматрају да је и слаба независна монетарна политика и слободно формирање девизног курса важније за земљу од свих предности доларизације. Frenkel (1999) као рјешење предлаже прелазни режим између службене доларизације и слободно пливајућег девизног курса националне валуте.

Избор одговарајућег (оптималног) курсног режима и монетарног система зависи од конкретних околности и стања националне економије. Осим економских разлога, посебно треба истакнути и политички аспект (Ловриновић и Иванов, 2009, 510) који може бити пресудан, и посебно је изражен уколико се посматра на примјеру БиХ.

## **6. Закључак**

Нестабилна спољна и унутрашња вриједност националног новца и волатилност девизних курсева, током претходних деценија, створила је неповјерење према домаћим валутама. То је надаље резултирало све чешћим захтјевима за напуштањем властитих и везивањем за неку од стабилних свјетских валута. Увођење у оптицај неке од свјетских валута, има посебно значајну улогу у транзицијским земљама, а подстакнуто актуелном кризом, проблематика различитих режима монетарне политике и њихових специфичности добијају примарни значај за цјелокупну економску политику и економски раст. Осигурати раст националне економије уз истовремену унутрашњу и спољну стабилност цијена поставља се као примарни задатак економске политике. Посматрајући све аспекте и специфичности које утичу на монетарни систем БиХ, у политичком, социјалном и економском

окурењу непосредно након ратних дешавања, указује да је једини адекватан облик монетарне политике за стабилизацију финансијског сектора био управо валутни одбор. Обезбидити раст повјерења у домаћу валуту, јачање кредибилитета монетарних власти и макроекономску стабилност као чврсту основу за инвестирање у привредни развој, био је примарни циљ овог модела монетарне политике.

Питање које је посљедњих година актуелно у БиХ, а подстакнуто негативним ефектима текуће кризе, јесте могућност изласка из аранжмана валутног одбора у БиХ. Разлози за модификације или напуштање овог режима резултат су нарастајућих проблема везаних за његову одрживост као и неодговарајући облик монетарне политике у новим економским околностима за БиХ. У условима немогућности интервенције монетарне политике штетне посљедице на извоз и економски раст земље несумњиво показују да класични монетарни одбор представља погодно средство монетарне стабилизације али не и механизам динамизирања привредног раста. Анализирајући предности и недостатке различитих облика монетарне политике у овом раду, као основну предност истичемо бржи излазак из тешке инфлаторне ситуације у привреди, када централна банка није у могућности да стабилизује економију и обезбиди стабилност цијена. Сви анализирани монетарни аранжмани, обзиром да почивају на фиксном девизном курсу, имали су за циљ стабилизацију валуте, карактеристичну првенствено за земље које су у претходним периодима пролазили процес транзиције праћен нестабилношћу домаће валуте и цијена. Евроизација и валутни одбори се препоручују у условима хиперинфлације, монетарне нестабилности и одсуства кредибилитета централне банке као креатора монетарне политике. Иницијални позитивни ефекти, који се огледају у смањењу инфлације и валутној стабилности, имају и супротне ефекте којим се у недостатку инструментата монетарне политике и девизног курса, повећава ригидност надница и цијена а тиме и трошкови у економији. У дугом року то негативно утиче на привредни систем државе, у виду смањења привредног раста и запослености.

Резултати истраживања потврђују низ предности које монетарни одбор пружа малим и отвореним економијама, али истичу и недостатке који доводе у питање одрживост овог аранжмана монетарне политике и воде модификацији или алтернативним моделима монетарне политике у Босни и Херцеговини. Препоручује се одређено “омекшавање” постојећег ортодоксног модела валутног одбора, што би проширило инструменте дјеловања Централне банке Босне и Херцеговине, а на бази позитивних искустава других Европских земаља које су прије приступања Е(М)У примјењивале савремене валутне одборе. Као два најчешћа инструмента кориштена у

квизивалутним одборима анализираних земаља су функција зајмодавца у крајњој инстанци и увођење могућности операција са хартијама од вриједности. Могућности Централне банке БиХ са аспекта операција са хартијама од вриједности су доста сужене, обзиром да финансијско тржиште по броју учесника, развијености одговарајућих институција, врсти и обиму расположивих инструмената није довољно развијено. Монетарни систем БиХ тренутно нема изграђен институционални оквир, нити користи инструменте присутне у квизивалутним монетарним одборима у пракси, као што су: репо уговори, државне обвезнице и вриједносни папири тржишта новца. Инструмент политике отвореног тржишта ЦБ БиХ тек треба почети развијати. Обзиром на значај финансијске стабилност у измијењеним околностима на финансијским тржиштима, функција зајмодавца у крајњој инстанци има за циљ обезбјеђивање ликвидносне подршке банкарском сектору у спречавању банкарских криза и повлачења депозита из банака. Ова мјера је једна од најчешће примјењиваних у земљама са моделом квизивалутног одбора, а у БиХ потенцијална опасност се огледа у релативно малом износу вишка девизних резерви изнад монетарне пасиве ЦБ БиХ, што у условима тржишних шокова може допринијети нарушавању принципа покривености монетарних обавеза девизним резервама валутног одбора.

Евроизација као алтернативни облик монетарне политике, често се претлаже као прелазни облик између валутног одбора и остваривања највишег степена монетарне интеграције, односно приступања монетарној унији. Ипак, заснована на чврстом девизном курсу, али на још ригиднијим основама него валутни одбор, за Босну и Херцеговину не би имала значајније позитивне ефекте на економски раст, без фискалних и осталих реформи. Обзиром да се уводи у случају неповјерења у домаћу валуту, могла би стабилизирати финансијски систем, али у БиХ је валутни одбор био ефикасан у овом домену. Највећи недостатак евроизације био би изражен и у БиХ а то је губитак сениораже.

Узимајући у обзир све политичко-институционалне, економске и социјалне специфичности економије БиХ, и уз представљене резултате истраживања, можемо закључити да се могући правци развоја монетарне политике БиХ у циљу остваривања економског раста крећу ка евентуалним проширивањем дискреционог права ЦБ БиХ, односно покушајем да се ортодоксни валутни одбор модификује у савремени “квизивалутни” монетарни одбор. Све друге излазне стратегије или промјене у друге, алтернативне облике монетарне политике, изазвало би високе опортунитетне трошкове за економију, посебно из разлога стратешког циља БиХ, који се огледа у чланству у Европској унији и приступању Европској монетарној унији. Задржати валутни одбор уз одређене модификације, до увођења евра као

властите валуте, показало се као добро рјешење у земљама (Естоније, Бугарске, Литваније) које су успјеле задржати валутни одбор и усвојити евро без преласка на друге аранжмане. Наравно, да би овај сценарио био успјешан и у примјеру БиХ и у складу са захтјевом раста продуктивности, њена спољна конкурентност не смије бити погоршана, јер би то у одређеном тренутку могло да угрози одрживост дефицита текућег рачуна. Неопходно је наставити одржавати фискалну дисциплину и успјешно управљање спољним лугом земље.

Здрава и стабилна валута је потребан, али не и једини услов за брз економски раст и развој. Иако ови аранжмани стварају стабилне и предвидљиве услове за пословање, они у лугом року не могу представљати супститут неопходним економским реформама. Стога закључак води ка томе да се без синхронизације монетарне политике и фискалне политике, те реформама у реалном сектору не може обезбиједити потребна стопа економског раста. Суштинско питање за одрживост и модификације аранжмана валутног одбора у БиХ, везано је за спољну конкурентност обзиром на константно висок дефицит текућег рачуна, управљање растућим јавним лугом и ниском продуктивношћу, чији утицаји на макроекономску стабилност тек предстоје да се анализирају.

## Литература

- Башић, Т. (2003). *Монетарни одбор у Ѳеорији и Ѳракси*. Привредна изградња, XLVI: 3-4, стр. 177-194. Преузето 01.11.2013. са <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/0032-8979/2003/0032-89790304177B.pdf>
- Бекер, Е. (2006). *Девизно-курсни аранжмани - од експирема до "нормале"*, Рапоeconomicus Volume 53, Issue 1, Pages: 31-49, ISSN 1452-595X. Преузето 11.11.2013. са <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/1452-595X/2006/1452-595X0601031B.pdf>
- Burnside, C., Eichenbaum, M. & Rebelo, S. (2001). *Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange rate Regimes*, National Bureau of Economic Research. Преузето 13.10.2013. са <http://www.nber.org/papers/w7143>
- Calvo, A. G. & Reinhart, M. C. (2000). *Fixing for Your Life*, National Bureau of Economic Research. Преузето 23.12.2013. са <http://www.nber.org/papers/w8006.pdf>
- Chang, R. & Velasco, A. (1998). *Financial Fragility and the Exchange Rate Regime*, Journal of Economic Theory, 92. Преузето 20.09.2013. са <http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/9381/RR98-05.PDF>
- Devereux, B. M. (2001). *Monetary Policy, Exchange Rate Flexibility, and Exchange Rate Pass-Through*, Преузето 23.12.2013. са <http://140.80.193.5/en/res/wp/2000/devereux.pdf>
- De Nicro, G., Honohan, P. & Ize, A. (2003). *Dollarization of the banking system: good or bad?*, Policy Research Working Paper Series 3116, The World Bank. Пре-

- узето 20.09.2013. са [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDS/IB/2003/09/000094946\\_03082904015447/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDS/IB/2003/09/000094946_03082904015447/Rendered/PDF/multi0page.pdf)
- Душанић, Ј. и Шпирић, Н. (2009). *Монетарне и јавне финансије*. Бања Лука: Економски факултет.
- Donlagić, DŽ. (2006). *Evropska monetarna unija i Bosna i Hercegovina*. Sarajevo: Ekonomski fakultet.
- Edwards, S. & Magendzo, I. (2003). *Dollarization and economic performance: What do we really know?*, International Journal of Finance & Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 8(4). Преузето 12.10.2013. са <http://ideas.repec.org/p/ccb/bcchwp/175.html>
- Фабрис, Н. и Димитријевић, Б. (2012). *Економска теорија - Теорија и анализа*. Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета.
- Fabris, N. & Rodić, G. (2013). *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3, pp.157-176. Retrieved from <http://www.cbcg.me/repec/cbk/journal/vol2no1-8.pdf>
- Fischer, S. (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* Преузето 04.01.2014. са <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>
- Frenkel, J. (1999). *No single currency regime is right for all countries or at all times*, The National Bureau of Economic Research. Преузето 20.11.2013. са <http://www.nber.org/papers/w7338>
- Frenkel, J. (2003). *Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies*, The National Bureau of Economic Research. Преузето 20.11.2013. са <http://www.papers.nber.org/papers/w10032>
- Hanke, S. H. & Schuler, K. (1994). *Currency boards for developing countries: A handbook*. San Francisco, Calif: ICS Press. <http://www.econbiz.de/Record/currency-boards-for-developing-countries-a-handbook-hanke-steve/10000886785>
- IMF (2004). *Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*. Преузето 10.12.2013. са <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/0604/htm>
- Ковачевић, Д. (2013). *Мјере за јачање валутног одбора у Босни и Херцеговини*, Зборник радова Економског факултета, Универзитета у Источном Сарајеву, 7, стр. 405-420. Преузето 11.12.2013. са <http://www.zrefis.com/images/zrefis2013-7/405-420%20Dejan%20Kovacevic.pdf>
- Козарић, К. (2007). *Модели монетарне теорије са освртом на валутни одбор БиХ*, Централна банка Босне и Херцеговине, Специјалне теме истраживања. Преузето 10.12.2013. са [http://www.cbbh.ba/files/specijalne teme\\_istrzivanja / STI01\\_07\\_I% 20tema.pdf](http://www.cbbh.ba/files/specijalne teme_istrzivanja / STI01_07_I% 20tema.pdf)
- Кристић, И. (2007). *Одрживост аранжмана валутног одбора у БиХ*, Дирекција за економско планирање Савјета министара БиХ-ДЕП. Преузето 20.11.2013. са [http://www.dep.gov.ba /dep\\_publikacije/doc/?id=102](http://www.dep.gov.ba /dep_publikacije/doc/?id=102)
- Levy-Yeyati, E. & Sturzenegger, F. (2001). *Exchange Rate Regimes and Economic Performance*, IMF Staff Papers, Vol. 47, pp. 62-98. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/ls.pdf>
- Ловриновић, И. и Иванов, М. (2009). *Монетарна теорија*. Загреб: РРИФ плус д.о.о.



- Марковић, Д. и Фуртула, С. (2009). *Унилатерална евроизација као монетарни феномен*. Економски хоризонти, 11, (2). Преузето 01.09.2013. са [http://www.horizonti.ekfak.kg.ac.rs/index.php?q=2009\\_2](http://www.horizonti.ekfak.kg.ac.rs/index.php?q=2009_2)
- McKinnon, R. & Pill, H. (1999). *Exchange rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Over borrowing*, Oxford Review of Economic Policy, 15, p.19-38. Преузето 22.12.2013. са <http://ideas.repec.org/p/wop/stanec/99018.html>
- Mehl, A. & Winkler, A. (2003). *Currency Board and Euro*. Преузето 01. септембра 2013. године са [http://www.vwl.uniwuertzburg.de/fileadmin/12010100/Publikationen/Adalbert\\_Winkler/winkler\\_mehl.pdf](http://www.vwl.uniwuertzburg.de/fileadmin/12010100/Publikationen/Adalbert_Winkler/winkler_mehl.pdf)
- Roubini, N. (1998). *The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards*, Stern School of Business, New York University. Retrieved from <http://home.aubg.bg/faculty/ssullivan/intfin/tenmyths.html>
- Станишић, Н. (2012). *ЕфекѲи међународне монетарне инѲејрације на инфлацију, Ѳривредни расѲи и Ѳекући биланс*. Економски хоризонти, 2012, 14, (2). Преузето 01. септембра 2013. године са [http://www.horizonti.ekfak.kg.ac.rs/index.php?q=en/2012\\_1\\_EN](http://www.horizonti.ekfak.kg.ac.rs/index.php?q=en/2012_1_EN)
- Вилендечић, С. (2004). *НајѲиѲање сисѲема валуѲној одбора у Ѳранзиционим економијама*. Источно Сарајево: Завод за уѲбенике и наставна средства.
- Владушић, Љ. (2013). *Предности и недосѲици фиксној курса (валуѲној одбора) у условима економије БиХ*, Зборник радова Економског факултета, Универзитета у Источном Сарајеву, 7, стр. 91-100. Преузето 11.12.2013. са <http://www.zrefis.com/images/zrefis2013-7/91-100%20Ljubisa%20Vladusic.pdf>
- Вукмирица, В. и Шпирић, Н. (2005). *Економска и монетарна инѲејрација Евроје*. Бања Лука: Економски факултет.



Тања Лаковић<sup>1</sup>

## Анализа ефективности одбора за ревизију у процесу надзора финансијског извјештавања на примјеру компанија у Црној Гори

### Analysis of the effectiveness of the Audit Committee in the financial reporting oversight process in montenegrin companies

#### Резиме

*Усвоштављање и ефективно функционисање одбора за ревизију представља један од видова јачања повјерења стјежхолдера у погледу дјелотворности надзора одбора директора над активностима менаџмента у процесу финансијског извјештавања, ревизије финансијских извјештаја компанија, као и у погледу надзора над радом интерне и екстерне ревизије. Колико је одбор за ревизију ефективан у раду, у великој мјери зависи од начина на који је одбор конституисан и самих активности и иницијатива његових чланова у испуњавању годишњих им надлежности.*

*Основни циљ рада је да се оцијени ефективност одбора за ревизију у црногорским компанијама у периоду од 2009 до 2011. године. У фокусу истраживања су компаније у реалном и банкарском сектору и сектору осигурања. Прикупљање података за оцјену ефективности одбора за ревизију црногорских компанија извршено је на основу анкетног уједињеника.*

*Резултати истраживања указују на растући тренд у погледу оснивања и функционисања одбора за ревизију, што се прије свега може приписати поопштравању регулаторних захјева и активности регулаторних тијела. Истраживање потврђује да компаније у банкарском сектору имају највећи*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Подгорици, tanjalakovic.me@gmail.com

ниво ефективности одбора за ревизију у односу на комисије у осталим пословним секторима.

**Кључне ријечи:** одбор за ревизију, корпоративно управљање, надзор над финансијским извјештавањем.

## Summary

*One of the indicators of strengthening the confidence of stakeholders in terms of supervision of Board of Directors over the work of management in the process of financial reporting, in the process of audit of company's financial reports and supervision over the internal and external audit is the establishing and effective functioning of the Audit Committee. The effectiveness of Audit Committee in fulfilling its responsibilities, largely depends on the way the Committee is constituted and the activities and initiatives of its members in fulfilling the authorities given to them.*

*Basic goal is to evaluate the effectiveness of the Audit Committee in Montenegrin companies in period from year 2009 to year 2011. In the focus of the research are companies from real economy sector, banking and insurance. The data for evaluation of the Montenegrin companies' audit committees effectiveness has been collected through questionnaire.*

*Results of the research indicate growing trend when it regards the establishing and functioning of the Audit Committee in Montenegrin companies, which is the consequence of sharpening the regulatory demands and the proactive approach of regulatory bodies. The research proves that companies from the banking sector show significantly higher level of effectiveness regarding the functioning of the audit committees than the companies in other sectors.*

**Key words:** Audit Committee, corporate management, supervision over financial reporting

## 1. Улога и одговорности одбора за ревизију у процесу надзора над финансијским извјештавањем

Кључна улога одбора за ревизију јесте да обезбједи надзор над процесом финансијског извјештавања у циљу обезбјеђивања његове поузданости и тачности. (The Institute of Chartered Accountants in Australia, Financial Reporting Council UK, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2012).

У циљу успјешног остваривања додијељене му улоге, чланови одбора за ревизију треба добро да познају постојећи систем и природу процеса финансијског извјештавања, уз разумијевање захтјева професионалног и законског оквира. При томе, одбор за ревизију треба да има комплетну слику

ризика који произилазе из пословања, различите рачуноводствене праксе, прописа и захтјева у погледу извјештавања, као и осмишљеност, имплементацију и функционисање система интерне контроле у погледу идентификованих или потенцијалних ризика.

Једно од кључних полазишта у процесу надзора над финансијским извјештајима јесте упознавање са кључним рачуноводственим политикама како би се разумјели усвојени критеријуми, правила и основе за признавање, вредновање и објелодањивање информација. При томе се полази од актуелних информација о условима пословања који директно или индиректно утичу на номиналне износе исказаних елемената финансијских извјештаја. То су на примјер: сумњива и спорна потраживања, вриједности застарјелих залиха, рачуноводствене процјене у погледу корисног вијека трајања сталне имовине, будућих трошкова у вези са текућим пословањем (разни облици резервисања) и обрачунати трошкови, као и питање избора основе вредновања и реалности њиховог утврђивања. Посебно је важно утврдити да ли је дошло до промјене рачуноводствених политика у односу на примјењиване у претходном периоду, као и у обиму објелодањивања ових промјена.

Нека од кључних питања које чланови одбора за ревизију треба да размотре у поступку анализе процеса финансијског извјештавања илустрована су на слици 1.

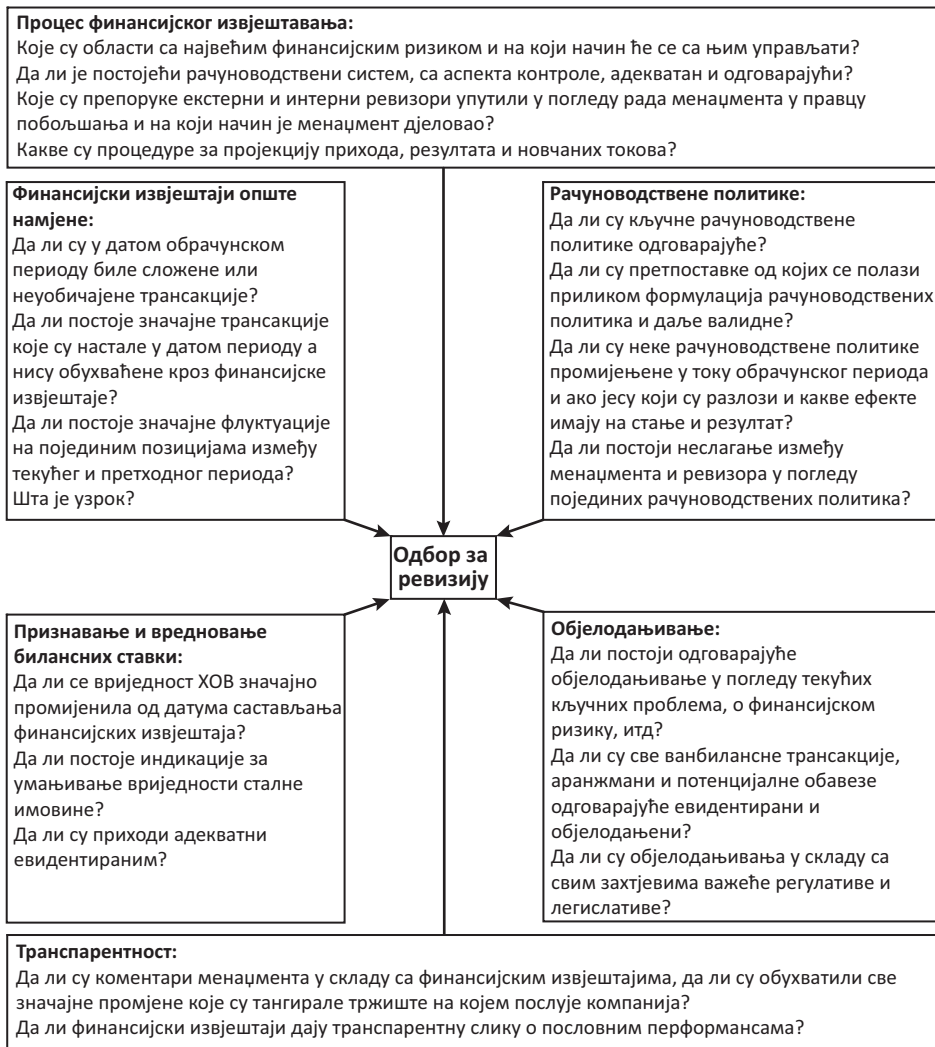
Добијање одговора на ова или слична питања подразумијева активну сарадњу са осталим механизмима надзора над процесом финансијског извјештавања, прије свега са интерном и екстерном ревизијом. Другим ријечима: надзор над процесом финансијског извјештавања је у корелацији с ефективношћу система интерне контроле, интерне ревизије, система управљања ризицима, као и објективношћу и независношћу екстерне ревизије. С тим у вези, дјелотворни рад одбора за ревизију у остваривању кључне улоге подразумијева реализовање циљева који су усмјерени ка (Директива 2006/43/ЕС, члан 41):

- повећању кредибилитета ревидираних финансијских извјештаја или других информација које се јавно објављују, а односе се на финансијске перформансе, кроз надзор процеса финансијског извјештавања;
- обезбјеђивању континуираног надзора интерних контрола које се односе на финансијско извјештавање, а уколико не постоји посебни одбор или комисија за ризике, онда и на надзор система управљања ризиком финансијског извјештавања;
- обезбјеђивању независности интерних и екстерних ревизора кроз именовање и надгледање поступака интерне и екстерне ревизије, што подразумијева надзор и оцјену;
- ефективности интерне и екстерне ревизије (Андрић и Петковић, 2007);

- праћењу резултата истрага о недолжном понашању и/или преварама, конфликту интереса, као и осигурању канала комуникације, којима би сви запослени могли да пријаве уочене неправилности у пословању (Braiotta, 2004);
- обезбјеђивању усклађености са регулативом и кодексима корпоративног управљања у дијелу који се односи на процес финансијског извјештавања.

### Слика 1.

Кључна питања одбора за ревизију у оквиру надзора финансијској извјештавања



Извор: PriceWatersCooperHouse (2003)

Присутност одбора за ревизију у организационој структури компанија је од виталног значаја за успостављање ефективног интерног надзора над процесом финансијског извјештавања. Прво, кроз активности надгледања процеса и рада интерних и екстерних надзорних механизма и давање препорука у правцу побољшања истих и друго, као модератор, који успоставља континуирану комуникацију између надзорних механизма, као и везу између одбора директора и надзорних механизма (Beasley, Carcello, Hermanson, & Neal, 2009).

У контексту обезбјеђивања што веће ефективности одбора за ревизију, важно је да улога одбора за ревизију буде јасно дефинисана и да се његове надлежности обављају у складу са најбољом праксом у овој области. Стога, један од главних предуслова ефективног рада одбора за ревизију јесте постојање интерног акта у којем су јасно дефинисани критеријуми за именовање чланова одбора за ревизију, унутрашња организација са јасно наведеним одговорностима и задацима, као и ниво и обим сарадње и комуникације са екстерним и интерним ревизорима и менаџментом компаније.

### 1.1. Критеријуми за оцјену ефективности рада одбора за ревизију

Постојање одбора за ревизију позитивно утиче на перцепцију корисника у погледу поузданости финансијских извјештаја и управљања ризиком процеса финансијског извјештавања. Ипак, само постојање одбора за ревизију у организационој структури компаније није довољно за његово ефективно функционисање, тј. “имати одбор за ревизију и имати ефективни одбор за ревизију су двије различите ствари” (Sommer, 1991, р. 92).

Колико је одбор за ревизију ефикасан у испуњавању својих одговорности у компанији, зависиће, у великој мјери, од начина на који је одбор за ревизију конституисан и обима активности његових чланова у испуњавању додијељених им надлежности. Сходно тој чињеници, законодавна и корпоративна пракса савремених тржишних привреда обавезује или подстиче да:

- чланови одбора за ревизију треба да су независни, да имају интегритет и да су објективни, те да посједују одговарајућа знања из области финансија, пословања и рачуноводства (The Institute of Chartered Accountants in Australia, Financial Reporting Council UK, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2012);
- чланови одбора за ревизију треба да остваре отворену дискусију са менаџментом, интерним и екстерним ревизорима о свим значајним питањима која покривају надзор процеса финансијског извјештавања (DeZoort, Hermanson, Archambeault & Reed, 2002).

Постизање ових циљева једним дијелом може бити одраз примјене законских и регулаторних рјешења, али и самоиницијативног настојања одбора директора да успостави и обезбједи ефикасан рад одбора за ревизију.

Претпоставке за независност чланова одбора за ревизију, у већини земаља, данас су дефинисане законом, кодексима корпоративног управљања и правилима берзи за уврштавање у берзанску котацију (Scarborough, Rama & Raghunandan, 1998; Rainsbury, Bradbury & Cahan, 2008). У овом смислу, најчешће се јавља препорука да сви чланови одбора за ревизију, или бар већина њих, буду неизвршни директори<sup>2</sup> који су независни у својим ставовима (The Cadbury committee, 1992). Веће учешће независних директора утиче на смањење вјероватноће појава намјерних грешака при финансијском извјештавању, што има позитиван ефекат на рад екстерне и интерне ревизије (Carcello, Hermanson & Ye, 2011). Ипак, умјешност одбора за ревизију да се супротстави опортунистичком понашању менаџмента, у великој мјери зависи од става и независности одбора директора (Cohen, Krishnamoorthy & Wright, 2004; Hashanah, Iskandar & Rahmat, 2008).

Друга важна компонента ефективног одбора за ревизију јесте стручност његових чланова. Познавање структуре финансијског извјештавања и обилежја садржаја појединих његових елемената представља основни услов разумијевања финансијских извјештаја, њихове анализе, интерпретације и оцјене финансијског стања и пословања. Ово уједно пружа основу за разумијевање задатака, сврхе и значаја рачуноводства и финансијског извјештавања у корпоративном управљању. Из ових разлога, оправдани су регулаторни захтјеви новијег доба у погледу састава чланова одбора за ревизију, тј. захтјев да бар један члан одбора буде финансијски експерт и захтјев да остали чланови буду финансијски писмени.

Веће учешће чланова одбора за ревизију са рачуноводственом специјализацијом може да утиче на успостављање добре праксе финансијског извјештавања на нивоу компаније, односно на смањивање нивоа намјерних рачуноводствених грешака, као и на елиминисање проблема у раду интерних контрола (De Fond, Hann & Hu, 2005).<sup>3</sup> Исто тако, постојање финансијских стручњака у одбору за ревизију са ревизорским знањима може бити значајно у ситуацијама када постоји неслагање између ревизора и менаџмента, нпр. у погледу: поштовања принципа “суштина изнад форме”, расправљања о прихватљивости и квалитету рачуноводствених политика које је усвојио менаџмент, разумијевања реакције и понашања менаџмента у погледу ризика који су наглашени од стране ревизора.

<sup>2</sup> Рачуноводствени експерт може бити лице са искуством екстерног ревизора, финансијског директора или контролора, а финансијски експерт може бити лице са искуством извршног директора или председника компаније.

<sup>3</sup> Рачуноводствени експерт може бити лице са искуством екстерног ревизора, финансијског директора или контролора, а финансијски експерт може бити лице са искуством извршног директора или председника компаније.



Укључена лица са рачуноводственим знањем и искуством у одбор за ревизију треба да на састанцима одбора за ревизију и представника осталих надзорних механизма иницира “критичку расправу о квалитету финансијског извјештавања” (McDanel, Martin & Maines, 2002). У томе се слажу и аутори Krishnan и Lee (2009) који су уочили да компаније које су изложене већем ризику и имају добар систем корпоративног управљања, најчешће имају рачуноводствене експерте у саставу одбора за ревизију. Довољно компетентан одбор за ревизију, испуњавањем својих одговорности, некад, може да “оспори одлуку највишег менаџмента, односно да заузме супротне ставове, чиме се повећава њихова независност од истих” (Rainsbury, Bradbury & Sahan, 2008, p. 394). С друге стране, недостатак експертских знања међу члановима одбора за ревизију из области рачуноводства и ревизије, као и лица која познају специфичне области пословања (на примјер: непостојање знања у погледу процјене будућих новчаних токова за средства, као што су стална имовина и гудвил, као и у погледу идентификовања првих знакова упозорења за рано признавање губитака по основу умањења вриједности) може повећати ризик од постојања потенцијалних губитака (Krishnamoorthy, Wright & Cohen, 2008).

Сличне закључке дијеле и аутори Abbott, Parker & Peters (2004) који су у свом истраживању потврдили да одбор за ревизију који је потпуно независан и који у свом саставу има финансијског експерта, негативно је повезан са вјероватноћом појаве неправилности у финансијским извјештајима. Исти аутори сматрају да “одбор који се састаје најмање четири пута годишње може се окарактерисати као ефикасни одбор” (Abbott, Parker & Peters, 2004, p. 75).

Учесталост састанака одбора за ревизију може да укаже колико је одбор активан у остваривању циљева корпоративног управљања. Тачан број састанака који указује на ефикасност одбора за ревизију не може се дати са прецизношћу, јер учесталост састанака треба да зависи од дјелатности компаније и сложености њеног пословања. Препоруке се крећу од минималних четири састанка у години, сходно периодичном извјештавању, до пожељног нивоа од дванаест састанака у години (Scarbrough, Rama & Raghunandan, 1998).

Пракса указује да је одбор за ревизију у обезбјеђивању функције надзора ограничен природом саме функције. Ограничење се огледа у томе што се одбор за ревизију састаје само периодично. Најчешће се разматрају комплексна питања на основу информација које добијају из “друге руке”. Најчешће чланови одбора за ревизију располажу са мање знања о пословању компаније, њеним контролама и извјештавању него менаџмент те компаније (DeZoort, Hermanson, Archambeault & Reed, 2002).

Анализирајући све претходно наведене кључне карактеристике ефективног одбора за ревизију, сматрамо да пажљиво структуриран одбор за ревизију има свијест о сложености и комплексности предмета надзора, али и потреби за непосреднијом и континуираном сарадњом са интерном и екстерном ревизијом, као и финансијским менаџментом, укључујући шефа финансија и шефа рачуноводства. Начин и квалитет комуникације ће резултирати већим ефектима уколико су сви субјекти комуницирања довољно ангажовани да смање вјероватноћу појаве грешака у свим фазама процеса финансијског извјештавања.

## 2. Методологија истраживања

### 2.1. Опис структуре узорка и временски интервал

Предмет анализа предметног истраживања су правна лица која имају статус јавних акционарских друштава, тј. компанија, које, сходно постојању законских и/или регулаторних захтјева, имају обавезу формирања одбора за ревизију. Статистички скуп предметног истраживања обухватио је јавна акционарска друштва, тј. компаније из три привредна сектора:

- банкарског,
- сектора осигурања,
- реалног сектора (услуге и производња).

Предметно истраживање је спроведено за временски интервал од 2009. до 2011. године. Ово из разлога што је то први дужи интервал за који је комплетирана законска, регулаторна и оперативна основа за усвајање и функционисање одбора за ревизију у компанијама у Црној Гори. Наиме, тек 2008. године усвајањем Закона о допунама и измјенама Закона о рачуноводству и ревизији, прописана је обавеза формирања интерне ревизије и одбора за ревизију до 2012. године за сва велика правна лица. Иако је законска регулатива у сектору банкарства (2003, 2008) и осигурања (2006) прописала обавезе (у потпуности или дјелимично) раније, комплетну анализу смо могли провести тек за период са почетком од 2009. године, с обзиром на чињеницу да се тада почиње примјењивати таква врста регулативе у свим секторима привреде Црне Горе.

Прикупљање података за оцјену ефективности одбора за ревизију компанија Црне Горе вршено је на основу анкетног упитника. Упитник је био намијењен руководиоцима интерне ревизије и члановима одбора за ревизију.

Упитник је достављен у 54 компаније, непосредно или путем електронске поште, у периоду од 01.06. до 01.10. 2012. год. На упитник су одговори-

ле 24 компаније. Већина компанија које нису одговориле на упитник, нису биле у могућности да то учине из разлога што неке од ових компанија нису биле испоштовале законску обавезу у погледу увођења корпоративних механизма надзора, или су биле у процесу њиховог формирања. Попуњеност упитника у односу на број компанија у датим секторима за све три године приказана је у Табели 1.

**Табела 1.**

*Процент попуњености упитника у предметном истраживању*

Сектори	Укупно	Одзив	%
Банкарски сектор	11	8	72,72%
Сектор осигурања	11	5	45,45%
Реални сектор	32	11	34,37%
Укупно	54	24	44,44%

Извор: аутор

Компаније обухваћене узорком омогућиле су квалитетну презентацију значајног дијела црногорске привреде, организоване на корпоративним принципима.

## 2.2. Мјерни критеријуми

Оцјењивање ефективности одбора за ревизију у црногорским компанијама засновано је на критеријумима који су формулисани по угледу на одговарајуће критеријуме из претходно наведених истраживања.

На основу критеријума наведених у доступним истраживањима, саставили смо пет питања, са понуђеним вриједностима ранга одговора и одговарајућим пондерима. (Табела 2).

На сва питања понуђено је по пет одговора, којима одговарају одређене вриједности од 1 до 5, у зависности од тога како је одговор “рангиран” у хијерархији одговора на постављено питање у смислу доприноса квалитету који се оцјењује. Вриједност 1 је усвојена да одговара најнижем, а вриједност 5 највећем “рангу” одговора на питање. Унутар тог интервала налазе се вриједности: 2, 3 и 4, које одговарају оценама одговора “ранга” између оних који одговарају 1 и 5.

Избор одговора на поједина питања вршен је на основу добијених одговора у процесу анкетања 24 компаније нашег узорка.

Свим питањима придружени су одговарајући пондери, који су дати у табели. Сума пондера за сва питања по једном механизму износи 1,00 ( $p_{OP1} + p_{OP2} + p_{OP3} + p_{OP4} + p_{OP5} = 1,00$ ).

Вриједност (оцјена) изабраног одговора (К) на дато питање рачуната је као производ вриједности ранга датог одговора и додијељеног пондера тог питања (нпр. вриједност одговора на прво питање у оцјени ефективности одбора за ревизију, ако је изабрана вриједност ранга 3, једнака је  $0,60$  тј.  $3 \cdot 0,20 = 0,60$ ).

**Табела 2.**

*Питања, одговори са квантитативним показатељима "ранга" и пондери везани за ефективност функције одбора за ревизију*

Ознака питања	Питање	Квантитативни показатељи оцјена	Пондер
ОР1	Да ли у компанији постоји одбор за ревизију? (Одговара му показатељ $K_{OP1}$ )	1=одбор директора обавља функцију 2=планирано је формирање одбора за ревизију 3=одбор за ревизију постоји једну годину 4=одбор за ревизију постоји двије године 5=одбор за ревизију постоји дуже од три године	Компетентност $p_{OP1}=0,20$
ОР2	Да ли одбор за ревизију има довољан број чланова са експертским знањем из финансија и рачуноводства? (Одговара му показатељ $K_{OP2}$ )	1=не могу да процијеним 2=нема 3=недовољан број због сложености пословања 4=задовољавајући 5=да, у потпуности	Компетентност $p_{OP2}=0,20$
ОР3	Број састанака са интерном ревизијом на годишњем нивоу? (Одговара му показатељ $K_{OP3}$ )	1=мање од два састанка 2=од 3 до 5 састанака 3=од 6 до 8 састанака 4=од 9 до 12 састанака 5=12 и више састанака	Ефективност $p_{OP3}=0,20$
ОР4	Како се оцјењује сарадња одбора за ревизију са интерном ревизијом на пољу финансијског извјештавања? (Одговара му показатељ $K_{OP4}$ )	1=остало 2=не постоји директна сарадња 3=формално добра, од случаја до случаја 4=формално добра, постоји заинтересованост само од стране интерног ревизора 5=одлична заинтересованост одбора за ревизију за рад интерне ревизије	Ефективност $p_{OP4}=0,20$
ОР5	Колико је питање интерне контроле заступљено на састанцима одбора за ревизију? (Одговара му показатељ $K_{OP5}$ )	1=није заступљено на састанцима 2=даје му се мањи значај 3=даје му се релативно већи значај 4=предмет је већине састанака 5=најзаступљеније питање на свим састанцима	Ефективност $p_{OP5}=0,20$

Извор: аутор

Квантитативни показатељ оцјене квалитета одбора за ревизију:

$$K_{OP} = K_{OP1} \cdot \Pi_{OP1} + K_{OP2} \cdot \Pi_{OP2} + K_{OP3} \cdot \Pi_{OP3} + K_{OP4} \cdot \Pi_{OP4} + K_{OP5} \cdot \Pi_{OP5}$$

### 2.3. Резултати истраживања

На основу добијених одговора из анкетних упитника и примјеном методологије за утврђивање квантитативних показатеља квалитета одбора за ревизију добијени су подаци који су статистички обрађени тако да табеле, поред редних бројева питања (од 1 до 5), садрже податке о: меан (средња вриједност), сд (стандардна девијација), мин. (минимум), мед. (медијана) и мах. (максимална вриједност).

**Табела 3.**

*Дескриптивна статистика оцјена ефективности одбора за ревизију за банкарски сектор у посматраном периоду*

Пит.	меан	Банке (2009)					Банке (2010)					Банке (2011)				
		сд	мин.	мед.	мах.	меан	сд	мин.	мед.	мах.	меан	сд	мин.	мед.	мах.	
1	4.5	0.926	3	5	5	4.75	0.463	4	5	5	5	0	5	5	5	
2	4.875	0.353	4	5	5	4.875	0.354	4	5	5	4.875	0.354	4	5	5	
3	3	1.195	2	2.5	5	3.25	1.282	2	3	5	3.5	1.195	2	3.5	5	
4	4.75	0.463	4	5	5	4.75	0.463	4	5	5	4.75	0.463	4	5	5	
5	4.5	0.756	3	5	5	4.625	0.744	3	5	5	4.625	0.744	3	5	5	

Извор: аутор

Према важећој нормативној регулативи све банке треба да формирају одбор за ревизију, што потврђују и добијени подаци у оквиру одговора на питање број један. Структура чланова одбора за ревизију је задовољавајућа у погледу стручности чланова за надзор над пословима рачуноводства и ревизије. Код већине банака, у оквиру годишњег извјештаја, постоје подаци о члановима одбора за ревизију, али не и подаци о учесталости одржавања састанака и активностима у току године.

У погледу учесталости одржавања састанака учачамо тренд раста. У 2009. години, број састанака се креће од три до пет на годишњем нивоу, да би 2010. и 2011. године дошло до повећања броја састанака током године и креће се од шест до осам састанака на годишњем нивоу. Сарадња одбора за ревизију и интерне ревизије је оцијењена као одлична за све три године. Такође, значајно питање на састанцима је питање адекватности система интерне контроле.

**Табела 4.**

*Дескриптивна статистика оцјена ефективности механизма корпоративне управљања за сектор осигурања у посматраном периоду*

		Осигурање (2009)				Осигурање (2010)				Осигурање (2011)					
Пит.	меан	сд	мин.	мед.	мах.	меан	сд	мин.	мед.	мах.	меан	сд	мин.	мед.	мах.
1	2	1.732	1	1	5	2.2	1.789	1	1	5	2.4	1.949	1	1	5
2	4.2	0.837	3	4	5	4.2	0.837	3	4	5	4.2	0.837	3	4	5
3	2.2	1.095	1	2	4	2.2	1.095	1	2	4	2.4	0.894	2	2	4
4	3.4	1.817	1	4	5	4.2	1.304	2	5	5	4.2	1.304	2	5	5
5	3.6	0.894	2	4	4	3.6	0.894	2	4	4	3.8	0.447	3	4	4

Извор: аутор

У погледу организације и ефективности одбора за ревизију у сектору осигурања може се рећи да у већини осигуравајућих друштава још увијек није формиран одбор за ревизију. Јасно се намеће закључак да су само компаније које су имале законску обавезу формирања одбора за ревизију основале ово надзорно тијело, док су у осталим компанијама у сектору осигурања послове надзора над финансијским извјештавањем вршили чланови одбора директора у склопу својих редовних активности. Стручност и обученост лица која врше надзор је задовољавајућа. Детаљни подаци о квалификацијама и радном искуству на овим пословима нису јавно доступни.

Број састанака на годишњем нивоу кретао се у распону од једног до девет. Напомињемо да у компанијама које су имале основан одбор за ревизију, број састанака се кретао од једног до пет, док у компанијама у којима је одбор директора преузео активности одбора за ревизију тај број варира од пет до дванаест на годишњем нивоу. Примјетно је да у компанијама у којима постоји формиран одбор за ревизију, сарадња са интерном ревизијом је добра, с тим да је та сарадња иницирана искључиво од стране интерне ревизије. С друге стране, у компанијама које немају основан одбор за ревизију, сарадња са интерном ревизијом је ниско оцијењена.

Питање адекватности интерних контрола је више заступљено на састанцима одбора директора него на састанцима одбора за ревизију. То се посебно манифестује у компанијама које немају формирану функцију интерне ревизије или интерног ревизора, или ако имају, та комуникација није директна.

Од укупног броја изабраних компанија у реалном сектору, седам припада сектору услуга (туризам, електордистрибуција, телекомуникације). Од седам анектираних компанија, само једна компанија има формиран одбор за ревизију. У осталим компанијама постоји само одбор директора који обавља послове одбора за ревизију. У двије компаније предузете су активности формирања одбора за ревизију и избор чланова.

**Табела 5.**

Дескриптивна статистика оцјена ефективности одбора за ревизију за реални сектор (услуге) у посматраном периоду

Пит.	Услуге (2009)					Услуге (2010)					Услуге (2011)				
	меан	сд	мин.	мед.	мак.	меан	сд	мин.	мед.	мак.	меан	сд	мин.	мед.	мак.
1	1.571	1.512	1	1	5	1.571	1.512	1	1	5	1.857	1.464	1	1	5
2	2.143	1.952	1	1	5	2.143	1.952	1	1	5	2.143	1.952	1	1	5
3	1.429	0.787	1	1	3	1.428	0.787	1	1	3	1.428	0.787	1	1	3
4	1.571	1.512	1	1	5	1.571	1.512	1	1	5	1.571	1.512	1	1	5
5	1.857	1.574	1	1	5	1.857	1.574	1	1	5	1.857	1.574	1	1	5

Извор: аутор

У погледу стручности чланова одбора за ревизију или одбора директора, просјечна вриједност за све три године је доста ниска, што упућује на то да испитаници не могу да потврде да чланови одбора директора имају потребно знање из области рачуноводства и ревизије.

Просјечна учесталост одржаних састанака на годишњем нивоу је 1.429. Компаније које имају формиран одбор за ревизију наводе да се број састанака креће од шест до осам састанака на годишњем нивоу за све три године, док у компанијама које имају одбор за ревизију, тај се број креће од један до два састанка на годишњем нивоу, с тенденцијом раста у посљедњој години.

Сарадња са интерном ревизијом у погледу надзора над финансијским извјештавањем, такође, није задовољавајућа, јер не постоји директна сарадња између ова два тијела. Уједно, ниво заступљености питања интерне контроле на састанцима одбора директора или одбора за ревизију није значајан.

**Табела 6.**

Дескриптивна статистика оцјена ефективности одбора за ревизију за реални сектор (производња) у посматраном периоду

Пит.	Производња (2009)					Производња (2010)					Производња (2011)				
	меан	сд	мин.	мед.	мак.	меан	сд	мин.	мед.	мак.	меан	сд	мин.	мед.	мак.
1	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1.25	0.5	1	1	2
2	2.5	1.291	1	2.5	4	2.5	1.291	1	2.5	4	2.5	1.291	1	2.5	4
3	1.25	0.5	1	1	2	1.25	0.5	1	1	2	1.5	1	1	1	3
4	2	2	1	1	5	2.5	1.915	1	2	5	2.5	1.915	1	2	5
5	1.75	1.5	1	1	4	1.75	1.5	1	1	4	1.75	1.5	1	1	4

Извор: аутор

У оквиру сектора производње, ниједна анкетирана компанија нема формиран одбор за ревизију и поред тога што је рок за оснивање прописан

закључно са 01.01.2012. године (*Закон о изменама и дојунама Закона о рачуноводству и ревизији*, 80/08) Сходно томе, активности одбора за ревизију врши одбор директора, чије укључивање у активности надзора над процесом финансијског извјештавања се креће од незаинтересованости до активне укључености, зависно од њихове стручности у области рачуноводства и ревизије. То потврђује једну од усвојених претпоставки да уколико чланови одбора директора или одбора за ревизију посједују задовољавајуће знање или искуство на пословима рачуноводства и ревизије, тада је и ефективност одбора у погледу надзора много већа и обрнуто. Такође, то се одражава и на квалитет комуникације са осталим механизмима надзора у компанији. У већини компанија не постоји директна сарадња одбора директора са интерном ревизијом, а питање адекватности интерне контроле није предмет разматрања или преиспитивања.

Добијени резултати за све три године показују да је просјечна вриједност одговора испитаника у банкарском сектору највећа, док је у сектору услуга најнижа. Појединачно гледано, на примјер, може се уочити да за период 2009-2010. године у сектору производње ниједна компанија није имала формиран одбор за ревизију (питање под бр.1), а подаци из 2011. годину указују да код неких компанија (мањи број у којима је просјечна оцјена је 1,25) постоје планови или је у току формирање овог механизма. Исти се закључак може извући и у вези са учесталошћу одржавања састанака одбора за ревизију или одбора директора. У оквиру банкарског сектора, примјетно је да одбор за ревизију иницира састанке са интерном ревизијом и да је питању адекватности система интерне контроле посвећена велика пажња на састанцима, док у осигуравајућим друштвима иницијатива за сарадњу долази од стране интерног ревизора, а питање адекватности система интерне контроле није заступљено у мјери у којој би требало да буде зависно од сложености пословања.

У реалном сектору, у већем броју случајева, активности одбора за ревизију обавља одбор директора. У посматраном периоду, сарадња између интерне ревизије и одбор директора није била директна или није ни постојала, нити су предузете активности на побољшању комуникације и размјене информација између истих. С тим да у компанијама које планирају формирање одбора за ревизију иницирају се активности на активирању сарадње и комуникације одбора директора и интерне ревизије (питање под бр. 4).

Учесталост састанака одбора за ревизију (питање под бр. 3) највећа је у банкарском сектору и на годишњем нивоу се креће у распону од шест до осам састанака, док у реалном сектору, у већини случајева, креће се од једног до два састанка на годишњем нивоу.



Такође, важно је напоменути да избор екстерног ревизора, у свим секторима, врши скупштина акционара без учешћа одбора за ревизију.

Преглед средњих вриједности квантитативних показатеља ефективности одбора за ревизију анкетираних компанија у посматраном периоду приказан је у табели 7.

**Табела 7.**

*Квантитативни показатељи ефективности одбора за ревизију 24 компаније у Црној Гори за даћи период*

Ред. број компаније	Сектор <sup>4</sup>	Година посматрања		
		2009.	2010.	2011.
1	О	2,6	2,6	2,6
2	О	3,6	3,6	3,6
3	О	2,8	3,8	4
4	О	3	3	3,4
5	Рш	1,4	1,8	1,8
6	Б	4,4	4,4	4,4
7	Б	4,4	4,4	4,6
8	Пу	1	1	1
9	Пу	4,6	4,6	4,6
10	Рп	1	1	1
11	Рп	1,2	1,2	1,4
12	Б	4	4,6	4,8
13	Б	4,6	4,8	5
14	Рп	3,2	3,2	3,4
15	Б	4,2	4,2	4,2
16	Б	4,2	4,2	4,2
17	Пу	1,8	1,8	2
18	Пу	1,6	1,6	1,6
19	Б	4	4,2	4,4
20	Пу	1	1	1,2
21	Пу	1	1	1
22	Пу	1	1	1
23	Б	4,8	4,8	4,8
24	О	3,4	3,4	3,4
Средња вриједност квантитативног показатеља оцјена ефективности одбора за ревизију		2,838095	2,952381	3,057143

Извор: аутор

<sup>4</sup> О-сектор осигурања, Б-банкарски сектор, Рп-реални сектор-производња, Пу реални сектор-услуге

Средња вриједност квантитативног показатеља оцјена ефективности одбора за ревизију у посматраном периоду показује тенденцију раста ефективности одбора за ревизију у компанијама у Црној Гори. Један од кључних разлога је поштравање нормативне регулативе у свим привредним секторима, иако у реалном сектору то и није у потпуности испоштовано. Тако, средња вриједност ефективности одбора за ревизију у финансијском сектору у посматраном периоду креће се у распону 2,6 до 5, док се у реалном сектору креће од 1 до 4,6. То потврђује да ниво ефективности одбора за ревизију је највиши у регулисаним секторима (банкарском и сектору осигурања), док у реалном сектору ниво ефективности је најнижи, што упућује на закључак да питању успостављања и организације одбора још увијек није дат већи значај од стране управе. У већини случајева управљачка тијела црногорских компанија у реалном сектору још увијек не препознају предности постојања одбор за ревизију као кључног надзорног тијела, што се одражава и на ниво развијености интерног надзора финансијског извјештавања у тим компанијама. Ипак, у посљедњој години посматрања примјетни су одређени помаци у активностима одбора директора или одбора за ревизију у погледу унапређивања комуникације са интерном ревизијом по питању интерне контроле и управљања ризицима.

## **Закључак**

Посљедњих година, узроци и посљедице бројних финансијских скандала, банкротстава великих компанија и посљедња економска криза, учинили су да питање надзора над финансијским извјештавањем у функцији унапређивања истог постане не само предмет интересовања стручне јавности, већ и предмет нормативног уређивања и валоризације од стране законских и регулаторних тијела.

У контексту опредјељења Црне Горе да усвоји праксу развијених привреда, усвојене су бројне допуне и измијене националних законских рјешења. Неке од кључних допуна односиле су се на усвајање захтјева за обавезном имплементацијом или побољшањем рада надзорних механизма у функцији побољшања интерног надзора финансијског извјештавања. На тај начин је успостављен или побољшан законски и регулаторни оквир Црне Горе у погледу захтјева за формирањем, улогом и одговорностима одбора за ревизију у свим привредним секторима.

Постојање одбора за ревизију подразумејева додатне ресурсе како новчане, тако и кадровске, што отвара питање његове сврсисходности у погледу креирања додатне вриједности датој компанији. С тим у вези оправдана је заинтересованост стручне јавности за дефинисањем критеријума за оцје-

ну сврсисходности овог надзорног тијела у процесу надзора над финансијским извјештавањем.

Добијени резултати истраживања на примјеру црногорских компанија указују да формирање одбора за ревизију у црногорској корпоративној пракси је новијег датума. Укључивање одбора за ревизију у организациону структуру је резултат, прије свега, постојања законске обавезе а не потребе читавог низа различитих учесника у корпоративном управљању. Сходно томе, организација одбора за ревизију под знатним је утицајем праксе корпоративног управљања у компанијама у Црној Гори, која је још у развоју. У већини компанија мала пажња је посвећена питању избора чланова одбора за ревизију, дефинисању интерног акта о улози и одговорностима одбора за ревизију, као и начина и организације рада одбора. У већини компанија, прије свега у реалном сектору, ниво комуникације између одбора за ревизију и интерне ревизије је још увијек на оперативном нивоу, а комуникација са екстерном ревизијом током обављања ревизије финансијских извјештаја није развијена.

Добијени резултати указују да постоји довољно простора за унапређивање система интерне контроле и надзора над финансијским извјештавањем путем унапређивања комуникације са интерном и екстерном ревизијом, јачање капацитета за вршење контроле и надзора истих, као и унапређивања нивоа јавног надзора.

Будући правци унапређивања рада и ефикасности одбора за ревизију треба да буде у погледу утврђивања критеријума за избор чланова, јасног дефинисања улоге и одговорности свих учесника у процесу надзора над финансијским извјештавањем, као и подстицања праксе објелодањивања планираних и остварених активности одбора за ревизију у годишњем извјештају компаније.

## Литература:

- Abbott, J.L., Parker, S. & Peters, F. G. (2004). Audit Committee Characteristics and Restatements. *Auditng: A Journal of Practice & Theory*. 23(1), 69-87.
- Андрић, М. и Петковић, А. (2007). Одговорност у ревизији за криминалне радње. У *Мјесито и улога рачуноводства, ревизије и финансија у новом корпоративном окружењу* (стр. 153-168). Теслић: Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске.
- Beasley, M., Carcello, J., Hermanson, D. & Neal, T. (2009). The Audit Committee Oversight Process. *Contemporary Accounting Research*, 26(1), 65-122.
- Braiotta, L. (2004). *The Audit Committee Handbook*. New Jersey: John Wiley & Sons

- Carcello, J., Hermanson, D. & Ye, Z. (2011). Corporate Governance Research in Accounting and Auditing: Insights, Practice Implications, and Future Research Directions. *A Journal of Practice & Theory*, 30(3), 1-31.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G. & Wright, A. (2004). The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality. *Journal of Accounting Literature*, 87-152.
- De Fond, Hann, R. & Hu, X. (2005). Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors?. *Journal of Accounting Research*, 43(May), 153-193.
- DeZoort F. T., Hermanson R. D., Archambeault S. D. & Reed A. S. (2002). Audit Committee Effectiveness: A Synthesis of the Empirical Audit Committee Literature. *Journal of Accounting Literature*, 21, 38-75.
- Директива 2006/43/ЕУ Европског парламента и Саветџа, Службени лист Европске уније
- Hashanah, I. Iskandar, T. M. & Rahmat, M. M. (2008). Corporate reporting quality, audit committee and quality of audit. *Malaysian Accounting Review*, 7(1), 21-42.
- Krishnamoorthy, G., Wright, A. & Cohen, J. (2008). Audit Committee Effectiveness and Financial Reporting Quality: Implications for Auditor Independence. *Australian Accounting Review*, 12(28).
- Krishnan J. & Lee E. J. (2009). Audit Committee Financial Expertise, Litigation Risk, and Corporate Governance, Auditing: *A Journal of Practice & Theory*, 28(1), 241-261.
- McDaniel L., Martin D. R. & Maines A. L. (2002). Evaluating Financial Reporting Quality: The Effects of Financial Expertise vs. Financial Literacy, *The Accounting Review*, 77, 139-167.
- PriceWatersCooperHouse (2003). *Audit Committees: Good practices for meeting market expectations*. 2nd edition. PriceWatersCooperHouse's publication
- Rainsbury, E., Bradbury, M. & Cahan S. (2008). Firm characteristics and audit committees complying with "best practice" membership guidelines. *Accounting and Business Research*, 38(5), 393-408.
- Scarbrough P. D., Rama V. D. & Raghunandan K. (1998). Audit Committee Composition and Interaction with Internal Auditing: Canadian Evidence. *Accounting Horizons*, 2(1), 57-61.
- Sommer, A. J. (1991). Auditing audit committees: An educational opportunity for auditors. *Accounting Horizons*, 5(2), 91-93.
- Закон о изменама и допунама Закона о рачуноводству и ревизији. Службени лист Црне Горе, бр.80/08
- The Institute of Chartered Accountants in Australia, Financial Reporting Council UK, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, (2012). *Walk the line: Discussions and insights with leading audit committee members*. Преузето 12.10.2013. са <http://www.frc.org.uk/FRC-Documents/FRC/Walk-the-Line-Discussions-and-insights-with-leadin.aspx>,
- The Cadbury Committee (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Преузето 18.12.2013. са <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

Бобана Чеџар<sup>1</sup>

## Нужност ефикаснијег вођења стечајног поступка у функцији опоравка привреде

### The necessity of introducing a more efficient bankruptcy procedure as a function of economic recovery

#### Резиме

Стечајни процес је нешто с чим се сусрећу све привреде, али ефикасност његовог вођења није иста код свих. Ефикасност стечајног процеса може се мјерити узимајући у обзир три фактора: трајање, трошкове и исход. С обзиром да једно предузеће не може да послује са самим собом, финансијске неурлике у којем се нађе осјетити се и код других предузећа. Зато је оправдано стечајни процес у функцији опоравка привреде, јер се може завршити реорганизацијом, а не само банкротством (ликвидацијом).

Рај је подијелен у три дијела. У првом дијелу украјко се даје теоријско објашњење стечајног процеса и начин његовог функционисања. Приказане су и најважније законске и рачуноводствене одреднице стечајног процеса и дефинисање реорганизације. Други дио заснива се на анализи садашњег стања ефикасности стечајног процеса, док је у посљедњем дијелу дајти приједло мјера за његово ефикасније вођење.

**Кључне ријечи:** стечајни процес, банкротство, опоравак привреде, реорганизација, стечајна маса.

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, bobana.cegar@efbl.org

## Summary

*Bankrupt process is something that all economic encounter, but efficiency in leading such processes is not everywhere the same. The efficiency of bankruptcy proceedings can be measured by taking in account three factors: duration, cost and outcome. Since one company can not conduct business with itself the financial problems it falls in will have impact on other companies. Therefore it is reasonable to observe bankruptcy procedures as a function of economic recovery, because it can end up by reorganisation, not just bankruptcy (liquidation).*

*The work is divided in three parts. The first part gives a brief theoretical explanation on bankruptcy procedures and how it operates. Displayed are the most important legal and accounting determinates of bankruptcy procedure and defines reorganicatio. The second part is based on the analysis of the present state of the bankruptcy proceedings. While the last part gives proposal measures for an efficient introduction.*

**Key words:** *bankruptcy procedures, bankruptcy, recovering economics, reorganisations, insolving- estates .*

## Увод

Пословање предузећа одвија се у динамичном окружењу, изложеном честим промјенама које имају утицај на његово пословање, али важи и обрнуто. Предузећа су дио привредног система и свака промјена у активностима које обављају утиче на тај систем. Нема сумње да су неповољан привредни амбијент и лоше пословање предузећа међусобно повезани.

Стечај привредних субјеката увијек се доводи у везу са њиховим лошим пословањем и асоцира на њихову пропаст, односно банкрутство предузећа (јер је, на основу досадашњег искуства, о стечају створена таква слика). Међутим, стечајни поступак не мора завршити гашењем предузећа, његовим нестанком, односно брисањем из регистра привредних субјеката. То је само један од два могућа исхода стечајног поступка. Други је реорганизација. Реорганизација подразумијева наставак пословања предузећа, који је у интересу и дужника и повјерилаца, према утврђеном стечајном плану, односно плану реорганизације.

Стечај привредних предузећа познат је још одавно, има утицај на привреду у цјелини, те је као тема за дискусију увијек актуелан. Посљедњих година, које се могу окарактерисати као кризне године у читавом свијету, ова тема све више добија на значају.

Према томе, предмет овог рада је анализа стечајног поступка и могућности за његово унапређење.

Циљ је истражити тренутну ефикасност стечајног поступка, са посебним освртом на Босну и Херцеговину (Републику Српску) и изнијети мјере којима би се сам поступак учинио ефикаснијим и допринио опоравку привреде.

Овај рад пружиће преглед ефикасности стечајног поступка, не само у нашој држави и окружењу већ и у другим државама у свијету, заснован на најновијим, актуелним анализама. Примјеном компаративне анализе заинтересовани читалац моћи ће да сагледа тренутну позицију своје (или неке друге државе) у односу на остале и створи јасну слику о најслабијим карикама (параметрима) стечајног поступка за конкретну државу. Поред тога, у раду ће бити приказан и приједлог мјера којим би се стечајни поступак учинио ефикаснијим, што би довело и до бржег опоравка привреде.

## 1. Појмовно одређење и карактеристике стечајног поступка

Назив стечај потиче од латинске ријечи “concursum” што значи скупљање или спајање, стицање. Данас се под тим појмом уобичајено подразумева специјални судски извршни поступак који служи уновчавању укупне, за залагање подобне имовине, која дужнику припада у тренутку отварања стечаја, са циљем равномјерног намирења (исплате) свих повјерилаца који лично учествују у поступку стечаја - стечајни повјериоци (Ранковић, 1996, стр. 323). Његове основне карактеристике су: није једнократни акт, него поступак, са дужим или краћим трајањем; није добровољни, него принудни (судски) извршни поступак на имовини заједничког дужника; не ради се о појединачном извршавању, за које важе прописи грађанске парнице, него о укупном извршењу, које претпоставља уновчавање укупне имовине заједничког дужника, која му припада у моменту отварања поступка; уновчена стечајна маса расподељује се равномјерно свим личним повјериоцима према основаним потраживањима од заједничког дужника у моменту отварања поступка и стечајни поступак води се до принудног окончања предузећа (Ранковић, 1996, стр. 324).

Дакле, стечајни поступак представља уновчавање имовине стечајног дужника ради измирења његових обавеза насталих током пословања. Стечајни поступак спроводи се онда када се утврди да предузеће, већ дужи период, није у могућности да измирује своје обавезе у датим роковима. Ради се о хитном поступку уновчавања имовине која је у власништву предузећа – стечајног дужника, те је нереално очекивати да ће се уновчити по вредностима по којим је исказана кроз извјештај о финансијском положају предузећа (биланс стања). Разлог је следећи: поједини облици имовине, као што су нематеријална улагања и активна временска разграничења немају

никакву утрживу вриједност, док реална имовина има мању утрживу од књиговодствене вриједности зато што купац зна да продавац у стечају мора да је прода, и то у што краћем року, како би трошкови стечајног поступка били нижи (који су иначе пропорционални времену трајања стечајног поступка) и због тога је купац спреман да плати ниску цијену (Микеревић, 2009, стр. 117).

Стечајни поступак може да траје од једног дана до неколико година, а завршава се или реорганизацијом или банкротом. Ако се власници и повјериоци сагласе да је могуће и да је у обостраном интересу одржавање привредног друштва стечајни поступак ће бити окончан и почеће поступак реорганизације, а уколико наставак пословања није могућ долази до банкротства предузећа и његовог брисања из регистра привредних субјеката (Шкарић-Јовановић и Спасић, 2012, стр. 292).

Као разлози за покретање стечајног поступка најчешће се наводе (Шкарић-Јовановић и Спасић, 2012, стр. 292):

- трајна неспособност плаћања;
- презадуженост привредног друштва;
- непоступање по усвојеном плану реорганизације;
- ако је план реорганизације издејствован на преваран или незаконит начин и у новије претећа неликвидност.

Стечајни поступак може се покренути и у случају пријетеће неликвидности на иницијативу стечајног дужника.

Циљ стечајног поступка је измирење обавеза према повјериоцима, гашење неефикасних предузећа или реорганизација перспективних предузећа која су у финансијским тешкоћама. Стечајни поступак може се (и треба) посматрати и у функцији опоравка привреде, јер ефикасно вођење стечајног поступка повећава шансе да се стечај оконча започињањем процеса реорганизације која подразумијева опстанак предузећа и веће шансе за измирење обавеза према повјериоцима.

### **1.1. Законске одредбе стечаја у Републици Српској**

Република Српска, односно Босна и Херцеговина потписала је Споразум о стабилизацији и прикључивању Европској унији и, између осталог, у обавези је и да модернизује регулативу у вези са стечајем и усклади је са оном у Европској унији. Међутим, ни у Европској унији правна регулатива из области стечаја није стандардизована и постоје различити правци развоја тог регулаторног оквира (Микеревић, 2012, стр. 455).

Правну основу за покретање и вођење стечајног поступка у Републици Српској чини Закон о стечајном поступку, објављен у Службеном гласнику бр. 26/10 (у даљем тексту: Закон). Према овом Закону, платежно неспособ-



но правно лице је свако лице које 60 дана непрекидно не измирује своје доспјеле новчане обавезе. Код таквих лица требало би одмах (најкасније у року од 30 дана) да се почне спроводити стечајни поступак, који је хитан и треба да се заврши у року од годину дана, у неким случајевима до двије године<sup>2</sup>. Често се полемика води око тога да ли закон треба да дефинише колико смије трајати стечајни поступак. Чињеница је да ниједан стечајни поступак није исти и да се не може прецизирати колико ће трајати, али изостављање ове одредбе из Закона могло би довести до још дужег трајања поступака. Иако се у Закону дефинише да су казне за неблаговремено покретање стечајног поступка између 500 КМ и 3.000 КМ, углавном се не плаћају, а кашњење се у неким случајевима изражава и у годинама.

Приједлог о стечајном поступку подноси се надлежном суду, а може бити инициран од стране самог стечајног дужника, од повјерилаца стечајног дужника или од стране ликвидационог управника (ако је у поступку ликвидације утврђено да обавезе превазилазе имовину којом предузеће располаже). Највећи број стечајних поступака у Републици Српској покренут је на приједлог стечајног дужника, али не у предвиђеним законским роковима.

Стечајним поступком обухвата се цјелокупна имовина која припада стечајном дужнику у вријеме отварања стечајног поступка, као и имовина коју стечајни дужник стекне за вријеме стечајног поступка. Уновчавањем те имовине (стечајне масе) измирују се обавезе које обухватају: обавезе за измирење трошкова стечајног поступка, обавезе према повјериоцима који су постојале у моменту покретања стечајног поступка, као и обавезе према повјериоцима које настану у току стечајног поступка.

Прије него што се крене са исплатом стечајним дужницима и уновчавањем имовине, обавезе се разврставају на оне које стечајни дужник има према излучним, разлучним и стечајним повјериоцима. Излучивањем имовине која припада трећим лицима и разлучивањем имовине стечајног дужника која је заложена омогућава се утврђивање имовине чијим уновчавањем треба покрити трошкове стечајног поступка, обавезе стечајне масе и измирити обавезе према повјериоцима чија потраживања нису осигурана (Шкарић-Јовановић и Спасић, 2012, стр. 300). Излучни повјериоци су они који су потраживања од стечајног дужника стекли на основу предаје у закуп и имају право да своје потраживање подмире узимањем те имовине, која и није била у власништву стечајног дужника, тј. налазила се у његовој ванбилансној евиденцији. Разлучни повјериоци су они који су своје потраживање обезбједили узимањем имовине стечајног дужника у залог

<sup>2</sup> Више у Закону о стечајном поступку, Службени гласник Републике Српске, 26/10. Члан 9.

и они своја потраживања могу намирити од средстава добијених продајом те имовине.

Обавезе према стечајним повјериоцима измирују се из стечајне масе по исплатним редовима, а Закон стечајне повјериоце сврстава у један од три реда: повјериоци виших исплатних редова, општег исплатног реда и нижих исплатних редова.

Прије покретања стечајног поступка утврђује се новчани износ предујма (намијењеног, прије свега, за накнаде стечајном управнику, судским вјештацима и другим органима у вођењу стечајног поступка). Износ предујма утврђује стечајни судија, али се кроз сам Закон не дефинише начин утврђивања висине предујма.

Требало би јасно дефинисати у оквиру које институције или њеног дијела се прати ефикасност стечајног поступка, од самог почетка до краја, креирају и презентују извјештаји у вези с тим. Овим питањем баве се судови, Министарство правде, Министарство финансија, Министарство индустрије, Министарство рада и борачко-инвалидске заштите.

У овако постављеном Закону, детаљном анализом, могу се уочити и одређење мањкавости. Неке од њих, које наводи USAID су сљедеће (USAID, 2005): треба елиминисати право Владе РС да одобрава отварање стечајног поступка за предузећа у већинском државном власништву (односи се на члан 5 Закона), Законом се морају прецизирати трошкови поступка које је потребно унапријед уплатити. Ти трошкови су се углавном кретали од 1.500 КМ до 5.000 КМ (односи се на члан 14). Треба да постоји могућност стечајног судија да покрене стечајни поступак прије извршења претходног поступка у више случајева него што се наводи у Закону (наведених у члану 48), јер претходни поступак, према USAID File истраживању у просјеку траје 215 дана. Предлажу се још и измјене у вези са одредбама који говоре о избору стечајног управника, утврђивању накнада стечајних управника и бројне друге.

## **1.2. Рачуноводствени аспекти стечајног поступка**

Са покретањем стечајног поступка финансијски извјештаји више немају исти циљ. Сада се не анализира исплативост улагања у то предузеће, већ је на првом мјесту пружање информација о исплати обавеза стечајног дужника. Стечај представља ванредни догађај у пословању једног предузећа, те биланси који се састављају у току тог процеса сврставају се у ред специјалних биланса. Да би се процес стечаја учинио транспарентним, финансијско извјештавање предузећа које је у поступку стечаја мора да обезбиједи информације о: имовини и обавезама предузећа на дан када је одлука о покретању стечајног поступка донесена, о посљедицама које по ту имовину и

обавезе имају трансакције које предузима стечајни управник током процеса стечаја и о имовини предузећа након закључења поступка стечаја (Шкарић-Јовановић, 2011, стр. 18).

Правилно билансирање ефеката пословних и других догађаја који директно или индиректно утичу на структуру и вриједност имовине стечајног дужника, у фазама прије, за вријеме и при окончању стечајног поступка, представља једну од кључних претпоставки успјешне заштите интереса стечајних повјерилаца, јер у предстечајним околностима само благовремено откривање и сагледавање стварних узрока могућег слома може да предуприједи банкрот потенцијалног стечајног дужника и омогући успјешну реорганизацију, или пак санирање и консолидацију друштва у оквиру редовног пословног циклуса, тј. без отварања стечајног поступка (Шњегота, 2012, стр. 194).

При започињању стечајног поступка врши се попис све имовине и обавеза које има стечајни дужник. Попис је основа за састављање биланса отварања стечаја. Биланс отварања стечаја може да буде састављен на два начина. Први је искључиво према захтјевима прописа о стечајном поступку, а други је на основу комбинације правне и економске припадности, односно уз уважавање стечајне, али и стандардне рачуноводствене методологије. У првом случају, одступање од начела идентитета биланса, што је својствено отварању стечајног поступка, врши се без јасног приказивања ефеката конверзије редовног пословања у стечајни статус, док се у другом осигуравају конзистентност и континуитет података о цјелокупној имовини и обавезама стечајног дужника, како прије тако и након отварања стечајног поступка, уз јасан књиговодствени приказ ефеката усклађивања и књиговодствених вриједности на датум закључног биланса са вриједностима имовине и обавеза на датум отварања стечаја (Шњегота, 2012, стр. 201). Стечајни управник саставља почетни стечајни биланс који има исти циљ, форму и садржину независно од тога да ли ће покренути стечајни поступак бити окончан реорганизацијом или банкротством (Шкарић-Јовановић и Спасић, 2012, стр. 298).

У стечајном билансу наћи ће се и неке позиције којих није било у редовном билансу. Тако ће се на страни пасиве наћи обавезе, односно резервисања за трошкове који настају као посљедица вођења стечајног поступка. Исто тако, неке позиције из редовног биланса неће имати мјесто у стечајном билансу, као што су позиције временских разграничења.

Поред отварања почетног биланса стечаја, потребно је водити и пословне књиге током стечајног поступка, јер и сам може да траје по неколико година. Пословне промјене које настају за вријеме трајања поступка стечаја углавном се односе на продају имовине и измирење обавеза. Оно што је

битно истаћи јесте и то да имовина може бити продана и по вишој, али и по нижој вриједности од процијењене.

На крају стечајног поступка саставља се завршни рачун који садржи приливе и одливе готовине, чије рашчлањивање по основама настанка треба корисницима да омогући јасан увид у изворе готовине и намјене за које је коришћена (Шкарић-Јовановић и Спасић, 2012, стр. 309). Његова поједностављена форма на страни активе требало би да прикаже готовину, а на страни пасиве преглед признатих обавеза према стечајним повјериоцима које је реално могуће исплатити (Шњегота, 2012, стр. 204).

За разлику од ликвидације, стечајно право не прописује обавезу састављања међубиланса у случајевима када стечајни поступак траје више година. Међутим, потребу сачињавања ових биланса налажу принципи уредног књиговодства, с тим да је дан биланса дан отварања стечајног поступка, а не крај календарске године (Божић, 2001, стр. 128). Исто тако, Закон о јединственом регистру финансијских извјештаја прописује да су обвезници код којих у току године настане статусна промјена, промјена правне норме, као и за оне над којима је покренут стечајни поступак или поступак ликвидације дужни да осим полугодишњих и годишњих финансијских извјештаја у регистар поднесу и финансијске извјештаје сачињене на датум статусне промјене, промјене правне форме, односно отварања стечајног или ликвидационог поступка. То упућује на обавезу стечајног управника да састави почетни и закључни биланс стечаја, а ако стечајни поступак траје више година, да саставља и презентује међубилансе, односно билансе у току стечајног поступка (Шњегота, 2012, стр. 199).

Нека од питања која још увијек остављају простора за расправу и дилему: у погледу рачуноводствених аспеката стечаја су и да ли треба инсистирати да начелу идентитета биланса приликом отварања почетног биланса стечаја (у односу на биланс састављен на дан окончања редовног статуса правног лица). Начело идентитета би сигурно имало контролну функцију и дало јаснији увид у разлике између књиговодствених и процијењених вриједности; поставља се и питање да ли за предузећа у стечају користити постојећи контни оквир или радити на прилагођавању контног оквира за предузећа у стечају и како третирали период од израде претходног завршног рачуна до почетка стечајне извјештајне године, јер извјештајни период у стечају не може почети прије одржавања извјештајног рочишта.

### **1.3. Реорганизација као исход стечаја**

Увођење института реорганизације у стечају је покушај модерног стечајног права да пронађе најбоље рјешење и у што већој мјери заштити и интересе дужника и интересе повјерилаца (Ракочевић, 2012, стр. 285). Ри-

јеч је о поступку који се спроводи само у случају да то одговара и стечајном дужнику и стечајном повјериоцу; односно у случају када би они прошли боље него да дође до банкротства, тј. ликвидације предузећа.

“Након отварања стечајног поступка допуштено је изградити стечајни план у којем се може одступити од законских одредби о уновчавању и расподјели стечајне масе. Стечајним планом нарочито се може: оставити стечајном дужнику сву или дио његове имовине ради настављања пословања стечајног дужника; пренијети дио или сву имовину стечајног дужника на једно или више већ постојећих лица или лица која ће тек бити основана; стечајног дужника припојити другом лицу или спојити с једним или више лица; продати сву или дио имовине стечајног дужника, са или без разлучних права; расподијелити сву или дио имовине стечајног дужника између повјерилаца; извршити претварање потраживања у улоге; одредити начин намирења стечајних повјерилаца; (...)” (Закон о стечајном поступку РС, члан 148).

Разликује се реорганизација изван стечаја и реорганизација у стечају. Реорганизација изван стечаја заснива се на опредјељењу законодавца да се брзо и ефикасно превазиђу дужникови проблеми инсолвентности и спријечи могућност злоупотребе стечајног поступка подношењем плана реорганизације за кога је извјесно да неће бити прихваћен од стране повјерилаца, док је реорганизација у стечају поступак у којем се план реорганизације предлаже и усваја након доношења рјешења о отварању стечајног поступка, са циљем да се умјесто банкротством стечај оконча опоравком стечајног дужника (Ракочевић, 2012, стр. 291-292). Из ове дефиниције реорганизације у стечају јасно се види да стечај може бити у функцији опоравка предузећа које се налази у стечајном поступку, веће вјероватноће за наплатом потраживања у већем проценту од стране стечајних повјерилаца, па самим тим и њиховог бољег финансијског положаја. Таква ситуација доводи и до опоравка цијеле привреде.

Нажалост, у нашој земљи јако мали број стечајних поступака оконча се реорганизацијом. Разлог за то је опште стање у привреди, лоши финансијски показатељи који се понављају кроз дужи временски период и непридржавање законских одредби стечајног поступка, прије свега оне која се односи на благовремено подношење приједлога за покретање стечајног поступка.

## 2. Ефикасност стечајног поступка

Да би се стечајни поступак учинио ефикаснијим неопходно је да се пажљиво дефинишу параметри који одређују степен његове ефикасности и

квантитативно одреди њихово тренутно стање. Свјетска банка, односно Међународна финансијска корпорација (IFC) сваке године, почевши од 2004. анализира пословни амбијент у бројним земљама широм свијета и врши њихово рангирање. Посебан аспект њихове анализе је и рјешавање несолвентности предузећа и према извјештају за 2014. урађеном закључно са јуном 2013. године Босна и Херцеговина налази се на 77 мјесту од 189 анализираних економија. Ово не треба бити оптимистичан податак, с обзиром да се сврстава у ред најлошије рангираних европских држава. Водећи је Јапан, а од европских држава Норвешка, која је заузела другу позицију на свјетској ранг-листи.

Важно је истаћи да подаци до којих долази IFC и на основу којих врши рангирање резултат су методологије коју примјењују, а која се заснива на креирању хипотетичког примјера и слањем упитник адекватним лицима у државама које су обухваћене анализом, али и на подацима о стечајним поступцима који су доступни. Значи, подаци које представља и који су приказани кроз табеле у даљем тексту нису резултат статичких анализа стечајних поступака, већ резултат методологије која се користи. Међутим, ови резултати често се користе јер се до података о стечајним поступцима тешко долази. Доста података, у неким државама и нису јавни, а мало је и оних земаља које анализирају и дају преглед свих стечајних поступака, њиховог трајања, трошкова и сл.

Да се ефикасност стечајног поступка може посматрати у функцији опоравка привреде говори и то да Међународна финансијска корпорација у оквиру анализе вођења пословања и доброг привредног амбијента као један од параметара анализира и рјешавање несолвентности предузећа<sup>3</sup>. Веза између ефикасности стечајног поступка и привреде у цјелини може се потврдити и чињеницом да је нпр. Сингапур, који је на четвртој мјесту у рјешавању несолвентности прворангиран у вођењу пословања у цјелини. Исто тако, од десет најлошије рангираних европских држава према ефикасности стечајног поступка, њих осам налази се у десет најгоре рангираних у вођењу пословања у цјелини<sup>4</sup>. Босна и Херцеговина, према лакоћи пословања, налази се на 131 мјесту и представља најлошије рангирану државу у Европи.

<sup>3</sup> Остали параметри су: отпочињање пословања, прибављање дозвола, добијање електричне енергије, регистровање имовине, приступ кредитима, заштита инвеститора, плаћање пореза, пословање изван граница државе и извршавање уговора.

<sup>4</sup> Најлошије рангиране европске земље у лакоћи вођења пословања су (редом – од најлошије рангиране): БиХ, Украјина, Србија, Албанија, Хрватска, Косово\*, Румунија, Бугарска, Мађарска и Црна Гора.

Методологија која се користи у рангирању у обзир узима трајање стечајног поступка, трошкове и исход, а у функцији та три елемента налази се и стопа наплате за повјериоце.

Просјечно трајање стечајног поступка, према методологији која се примјењује, у Босни и Херцеговини је 3,3 године (присјетимо се раније наведеног члана Закона о стечајном поступку у којем је наведено да стечајни поступак треба да траје једну, односно, у одређеним случајевима 2 године). Поређења ради, стечајни поступак у просјеку најкраће траје у Ирској 0,4 године, а најдуже у држави Свети Тома и Принсипи 6,2 године. Трајање стечајног поступка у просјеку у Босни и Херцеговини је знатно више од региона којем припада (Европа и Централна Азија) које износи 2,3 године и чини га, у том погледу, најефикаснијим регионом. Најлошије рангиран је предіо Средњег истока и Сјеверне Африке у којем је просјечно трајање стечајног поступка 3,2 године.

Трошкови стечајног поступка су од великог значаја за ефикасност стечајног поступка и директно утичу на степен наплативости потраживања стечајних повјерилаца од стечајног дужника. Најнижи трошкови стечајног поступка, у просјеку, су у Норвешкој и износе 1% од вриједности имовине стечајног дужника, а највиши су у Централноафричкој Републици и износе 76% од вриједности имовине стечајног дужника.

При исходу, као параметру ефикасности стечајног поступка, у обзир се узима да ли ентитет наставља са пословањем (означава се са 1) или стечајни поступак резултира распродајом имовине дио по дио (што се означава са 0). Поред високих трошкова и дугог трајања, стечајни поступак у Босни и Херцеговини, у већини случајева, не заврши се реорганизацијом, већ продајом имовине. Исти случај је и са државама из окружења: Србијом, Македонијом, Црном Гором, Хрватском, Албанијом, Косовом\* (УНМИК, по резолуцији)<sup>5</sup>, Словенијом. Европске државе код којих већина стечајних поступака има за резултат реорганизацију и наставак пословања предузећа су: Аустрија, Белгија, Кипар, Чешка, Данска, Финска, Њемачка, Исланд, Ирска, Италија, Холандија, Норвешка, Пољска, Португал, Словачка, Шпанија, Шведска и Велика Британија.

Стопа наплате за повјериоце изражава се износом наплаћених центи у односу на један долар. Највиша је у Јапану, а најнижи у Микронезији (не узимајући у обзир државе које дијеле 189. мјесто код којих је наплативост означена са 0,0).

<sup>5</sup> Овај назив не прејудииира ставове о статусу и у складу је са Резолуцијом Савјета безбједности Уједињених нација 1244 и мишљењем Међународног суда правде о косовској декларацији независности.

**Табела 1.***Прејлед ефикасности у вођењу стечајној пословној пракси по параметрима*

Рангираност држава у рјешавању несолвентности		Рангираност према дужини трајања стечајног поступка		Рангираност према трошковима трајања стечајног поступка		Рангираност према степену наплате	
Ранг	Држава	Држава	Трајање <sup>6</sup>	Држава	Трошкови <sup>7</sup>	Држава	Степен наплате <sup>8</sup>
1	Јапан	Ирска	0,4	Норвешка	1%	Јапан	92,8
2	Норвешка	Јапан	0,6	Сингапур	3%	Норвешка	91,3
3	Финска	Канада	0,8	Белгија	4%	Финска	90,2
...	...	...	...	...	...	...	...
166	Свети Тома и Принсипе	Микронезија	5,3	Либериа	43%	Свети Тома и Принсипе	5,4
167	Д.Р. Конго	Камбоџа	6,0	Чад	60%	Д.Р. Конго	4,5
168 <sup>9</sup>	Микронезија	Д.Р. Конго	6,2	Централно-афричка Република	76%	Микронезија	3,4

Извор: The World Bank – International Finance Corporation. Doing Business, 2014.

Лоши исходи стечајног поступка само једног предузећа могу у већој или мањој мјери да се одразе на целокупну привреду. Једноставно, ради се о домино ефекту. Уколико повјерилац једног предузећа, стечајног дужника, није успио да наплати своје потраживање, повећава се ризик да и он неће моћи да измири обавезе према својим повјериоцима. Јасно је да ефикасније вођење стечајног поступка може бити у функцији опоравка привреде. Да стечајни поступак краће траје, мањи би били и трошкови вођења стечајног поступка. Мањи трошкови стечајног поступка оставили би већи износ за измирење обавеза према стечајним повјериоцима. Већи степен наплате потраживања за повјериоце омогућава лакше пословање. Поред тога, у условима процијењене веће стечајне масе, веће су и шансе да се покрене поступак реорганизације, а мање за банкрот.

Према подацима Међународне финансијске корпорације, БиХ током посматраног периода (2004-2014) није предузимала никакве мјере за ефикасније рјешавање неликвидности предузећа гледајући преко параметара које се користе за оцјену ефикасности.

<sup>6</sup> Изражено у годинама.<sup>7</sup> Изражени у проценту од вриједности имовине стечајног дужника.<sup>8</sup> Изражава се у износу центи који се наплати у односу на један долар.<sup>9</sup> Микронезија је најниже рангирана земља на којој је примјењива методологија коју користи Међународна финансијска корпорација. Међутим, на листи испод Микронезије налази се још 21 економја чије је ранг означен позицијом 189 јер није било стечајних поступака за посматрани период.



Ипак, друге државе нису биле тако пасивне. У табели бр. 2 дат је приказ мјера које су поједине државе предузеле у 2012/2013. години у циљу ефикаснијег вођења стечајног поступка.

**Табела 2.**

*Државе које су у 2012/2013. предузеле мјере за ефикасније вођење стечајној посредства*

Држава	Одлика	Неке од најважнијих мјера
Израел, Италија, Молдавија, Руанда, Украјина	Повећање вјероватноће успјешне реорганизације	Италија је продужила заштиту мораторијума до периода израде планова за реструктурирање; одобрава се приоритет предпозитном финансирању и дозвољава се дужницима у реструктурирању да учествују на јавним тендерима
Бахами, Молдавија, Украјина, Бјелорусија	Регулисано занимање стечајних управника	Бахами јасно дефинишу професионалне захтјеве, обавезе, овлашћења и накнаде стечајних управника и ликвидатора
Молдавија, Руанда, Танзанија, Украјина	Елиминисање формалности или увођење, затегнутих рокова	Молдавија је скратила законске рокове за неколико фаза стечајног поступка, укључујући максимално трајање ликвидације и процедура за реструктурирање и смањење могућности за жалбу
Д.Р. Конго, Џибути	Успостављање и промовисање реорганизације, ликвидације	Успоставили су јасан оквир за три поступка: композиција са повјериоцима, ликвидација и превентивна нагодба
Италија, Украјина	Јачање права осигураних кредитора	Украјина је дозволила кредиторима да подносе тужбе послје законских рокова, различитим повјериоцима да стављају вето на предложени план опоравка
Хрватска, Маурицијус	Уведен је оквир за вансудско реструктурирање	Хрватска је успоставила процедуре за предстечајно поравнање

Извор: The World Bank – International Finance Corporation. Doing Business, 2014.

Предстечајна нагодба коју је увела Хрватска, уведена је у Закон о финансијском пословању и предстечајној нагодби који је ступио на снагу 1. септембра 2012. Циљ спровођења предстечајне нагодбе је да се: дужнику који је постао неликвидан и/или несолвентан омогући финансијско реструктурирање на темељу којег ће постати ликвидан и солвентан и да се повјериоцима омогуће повољнији услови наплате потраживања од услова који би били да је над дужником покренут стечајни поступак (Закон о финансијском пословању и предстечајној нагодби HR, 2012, члан 20.). Финансијско реструктурирање подразумијева, између осталог, и отпис обавеза, продужавање рокова, смањење каматних стопа, конверзију дуга у капитал и сл. Уколико се не постигне нагодба покреће се редовни стечајни поступак.

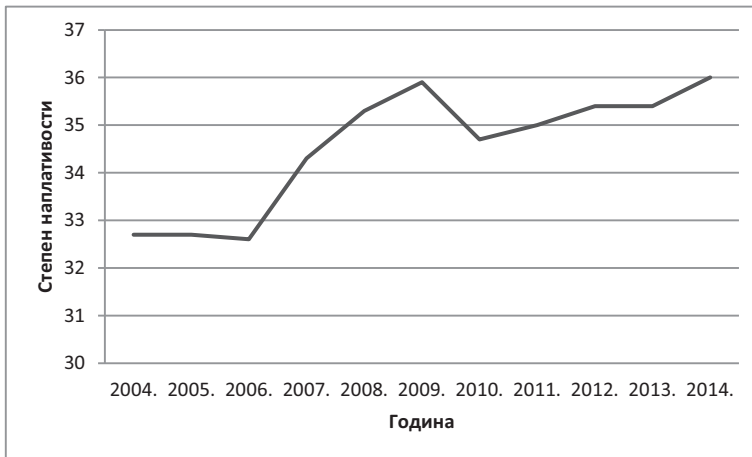
## 2.1. Упоредна анализа ефикасности стечајног поступка у БиХ и државама из окружења

Већ је речено да положај Босне и Херцеговине није на завидном нивоу, јер се сврстава у ред најлошије рангираних држава Европе у погледу рјешавања несолвентности.

Анализирајући период од 2004. до 2014. године, није било великих промјена за БиХ. У извјештају из 2013. рангирана је била као 81. земља, а у извјештају из 2014. налази се на 77. позицији. Трошкови су у 2004. и 2005. години износили 8%, а од 2006. до 2014. били су виши за један проценат. Просјечно трајање стечајног поступка било је исто током посматраног периода и износи 3,3 године. Исход је увијек био означен нулом, док су осцилације, мада не значајне, биле у погледу стопе наплате и кретање је приказано на Графикону бр. 1.

### Графикон 1.

Слиједи највише за њовјериоце у њериогу од 2004. до 2014. године у БиХ



Извор: обрада аутора на основу извјештаја Свјетске банке

У наставку биће приказана упоредна анализа положаја БиХ у односу на државе из окружења, као и њихово поређење са водећом по параметру који се анализира. Узорак чине сљедеће државе: Србија, Црна Гора, Хрватска, Словеније и Македонија.

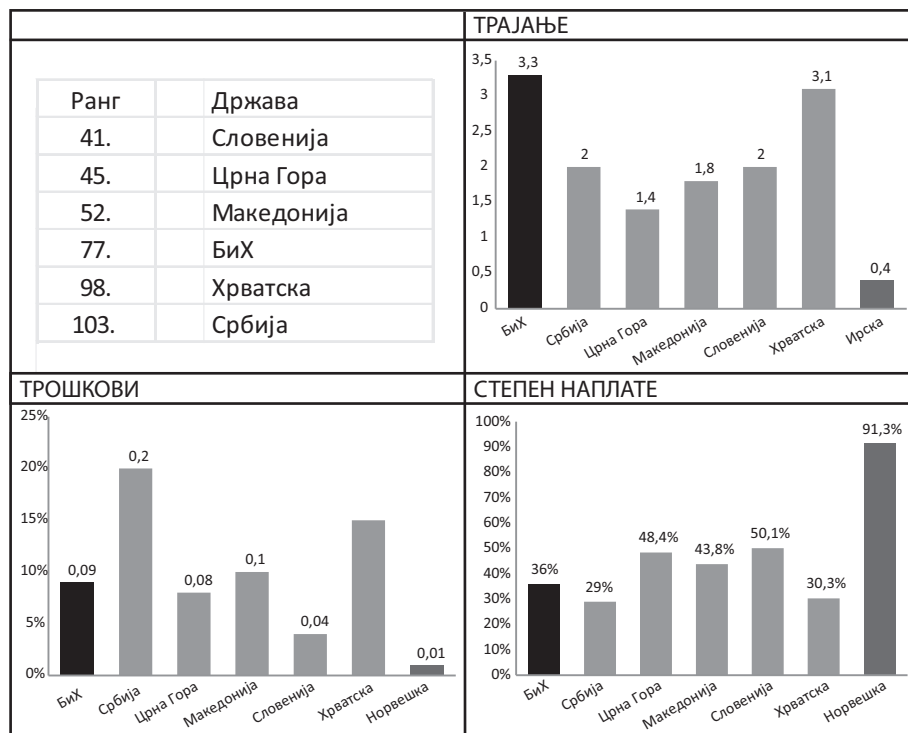
Према рангираности, водећа од наведених држава је Словенија, затим Црна Гора, Македонија, БиХ, Хрватска и на крају Србија. Трошкови, према методологији IFC-а су највиши у Србији, а најнижи у Словенији, која је и у десет најбоље рангираних европских држава по том основу. У погледу трајања, све земље из узорка далеко су лошије од Ирске која је водећа са

трајањем од 4 мјесеца. БиХ има најдуже трајање од посматраних држава и за скоро 3 године дуже од Ирске.

У свим анализираним државама исход се означава са нулом, што значи да реорганизација није у великој мјери заступљена. Земље из узорка, према степену наплате крећу се од 29% у Србији до 50,1% у Словенији, што је далеко ниже од водеће Норвешке са 91,3%

### Слика 1.

Ефикасност у рјешавању несолвентности у државама из испитаног узорка



Извор: обрада аутора на основу извјештаја Свјетске банке

Генерално, показатељи ефикасности у стечајним поступцима не разликује се драстично у посматраним државама. Разлози су вјероватно у чињеници да су све земље из узорка биле некада у саставу Социјалистичке Федеративне Републике Југославије и сличне су у погледу законодавног уређења.

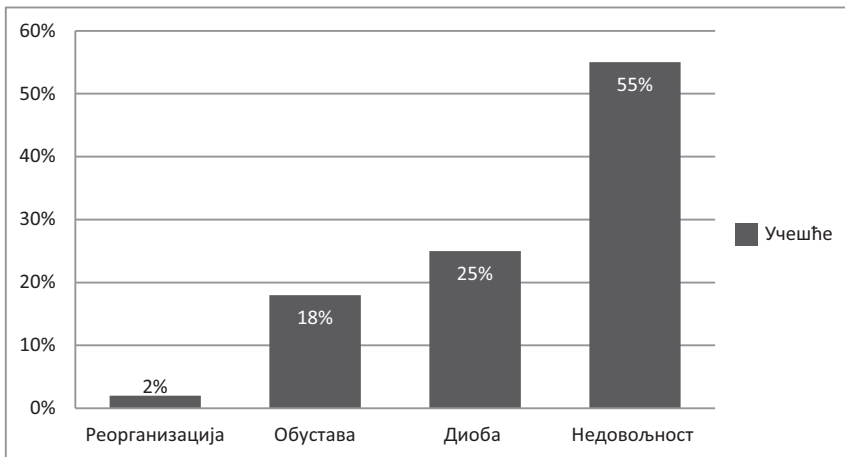
## 2.2. Ефикасност стечајног поступка у Републици Српској

Како су надлежности у вези са стечајним поступком подијељене између неколико министарстава у Влади РС и институција јавног сектора, тешко је доћи до података о сваком појединачном стечајном поступку и не об-

јављују се јавно. Као што се могло видјети из раније приказане анализе о ефикасности стечајног поступка, у БиХ просјечни стечајни поступак траје 3,3 године, што упућује на закључак да их већина траје дуже од предвиђеног законског рока. Стечајни поступци трајали су од једног дана (најкраће) па и до седам година (нпр. стечајни поступак над а.д. Демос, покренут је 2005. године, а закључен је 2012. (Службени гласник – огласни дио, 2013)). Више од пола их се закључи због недостатка стечајне масе и гашењем предузећа, а тек по неки реорганизацијом (што се може видјети са графикана бр. 2). Основни разлог томе, у Републици Српској, јесте чињеница да се у већини случајева стечајни поступак не покрене на вријеме. У Републици Српској, трошкови стечајног поступка доста варирају. Неки од стечајних поступака који су највише коштали су<sup>10</sup> ТП Побједа 89% и ТТП Сана, доо 85% од остварених прихода.

### Графикон 2.

Сиркуитурa закључених стечајних поступака<sup>11</sup>



Извор: Главна служба за ревизију јавног сектора РС – ревизија учинака, 2012.

У скорије вријеме, детаљан приказ карактеристика појединих стечајних поступака дала је Главна служба за ревизију јавног сектора – ревизија учинака кроз свој извјештај, објављен у марту 2012. године. Неки од закључака до којих се дошло су (Ревизија учинака, 2012): у стечајним поступцима повјериоци нису наплатили више од 4/5 својих потраживања; најчешћи и највећи повјериоци у стечајном поступку су институције јавног сектора, радници и јавна предузећа; неправовремено покретање стечајних поступака у вези је са незаинтересованошћу и повјерилаца и стечајних дужника, непре-

<sup>10</sup> Процент у односу на укупно остварени приход.

<sup>11</sup> Своја истраживања служба за ревизију јавног сектора базирала је репрезентативном узорку.

дујмљеним трошковима претходног поступка и неуређеној документацији за подношење приједлога за покретање стечајног поступка; није дефинисано која институција прати платежну неспособност привредних субјеката, коме се информације достављају и које активности се предузимају у вези са тим информацијама; најдуже су трајали стечајни поступци закључени дио-бом стечајне масе и реорганизацијом. У периоду од 2008. до половине 2011. године буџет РС и фондови по окончаним стечајним поступцима остали су ускраћени за око 128 милиона ненаплаћених признатих потраживања (Ревизија учинака, 2012). У периоду од почетка 2008. до средине 2011. године покренуто је око 420 стечајна поступка, а закључено их је 370. Укупан број активних предмета кретао се између 450 и 570 предмета на годишњем нивоу (Ревизија учинака, 2012).

### 3. Мјере за повећање ефикасности стечајног поступка

Ефикасније вођење стечајног поступка свакако је једна од мјера која би, у овим тренуцима и ситуацији у којој се налази наша привреда, довела до побољшања општег привредног амбијента. Да се више радило и инсистирало на бољем вођењу стечајног поступка, од момента покретања па све до гашења или реорганизације предузећа, па и даље, стање кроз које сада пролази наша привреда било би бар мање драматично.

Јасно је да стечајни поступци трају доста дуже него што је предвиђено законом, да су трошкови високи, а да, што је још лошије, позитивних ефеката готово и да нема. Само мали број предузећа за које се води стечајни поступак настави са пословањем. Зашто?

Један од основних разлога је не покретање стечајног поступка на вријеме. Закон је предвидио да се стечајни поступак покреће након 60 дана узастопне немогућности плаћања својих обавеза, а предузећа у нашој привреди за стечајни поступак одлуче се годинама касније. Да би се таква пракса промијенила, потребно је да се информације о платежно неспособним привредним субјектима свакодневно ажурирају и буду доступне свим заинтересованим лицима.

Упоредимо шта би правовремено покретање стечаја значило са ситуацијом у којој се могу наћи физичка лица. Уколико се на вријеме обратите свом љекару шансе да нам помогне су веће него уколико се за то одлучимо двије године након првих симптома болести. Након двије године, упитно је колико нам може помоћи. Исто је и са привредним ентитетима. Симптоми његове болести биће видљиви уколико се редовно ради анализа финансијских извјештаја (то се може схватити као контрола здравља предузећа). Бројни коефицијенти финансијског, имовинског и приносног положаја, као

и Алтманов (Z) тест, који је развијен за предвиђање стечаја код предузећа, па анализа готовинских токова, могу дати поуздану слику о здрављу предузећа. Уколико се на вријеме открије да су параметри лошији него иначе треба одмах предузети акције које ће спријечити настанак још лошијих резултата. Предузеће након тога може наставити са радом, задржати постојећи или већински број радника, бити добар купац својим добављачима, али и добављач својим корисницима. Уколико се не реагује на вријеме, показатељи постају све лошији, имовина губи своју вриједност, обавезе се нагомилавају, а капитал постаје све мање вриједан и почиње да се губи. На крају долази се у ситуацију када сва имовина није довољна да се покрију обавезе, повјериоци не могу наплатити своја потраживања због чега и они долазе и лошији положај, пријети опасност да и они сада неће моћи исплатити своје обавезе и пријети опасност да се то пренесе на цијелу привреду.

Све је то јасно, међутим, стечајни поступци се опет не покрећу на вријеме. Једна од мјера која би могла позитивно утицати на то је измјена слике коју јавност има о стечају. Стечај се доживљава као “смрт предузећа” и док се каже да је предузеће отишло у стечај већ се мисли да је пропало, гаси се, сви радници остају без посла и сл. Важно је још једном напоменути, стечај се може завршити и реорганизацијом! Према нобеловцу Јозефу Стиглицу, главна улога стечаја у модерним капиталистичким земљама је охрабривање реорганизације (Stiglitz, 2001). Увођење предстечајне нагодбе (што је урадила Хрватска) могло би дати позитивне ефекте и у БиХ.

Потребно је радити на креирању друштвеног амбијента за остваривање циљева стечајног поступка, који може бити гашење непрофитабилних предузећа, али, исто тако, и рад на опоравку перспективних предузећа која су запала у кризу. Стечај треба посматрати као механизам у функцији опоравка привреде. Да би се стечај покренуо на вријеме, потребно је да се дефинише институција која ће свакодневно пратити платежну (не)способност ентитета и предлагати покретање стечајног поступка. Готово половина стечајних поступака покренута је на приједлог стечајних дужника, али онда када су они за то осјетили потребу, у малом броју случајева, онда када је за то било потребно. У Републици Српској потребно је дефинисати и која институција прати стечајни поступак од самог почетка до његовог окончања и врши анализу његове ефикасности. Стечајни поступак треба бити транспарентан, а финансијски извјештаји предузећа у стечају јавни.

И за Владу РС било би боље радити на ефикаснијем вођењу стечајног поступка, него издвајати значајна средства како би ублажила негативно посљедице стечајних поступака. За социјално збрињавање радника, у периоду од 2008. до половине 2011. године, Влада РС издвојила је око 75 милиона марака, а за куповину предузећа у стечају око 65 милиона, док је за купови-

ну 22 предузећа у стечају Влада РС издвојила преко 51 милион марака, а за порезе у вези са куповином 2,5 милиона марака. Поред тога, у већ купљена предузећа уложено је око 10 милиона марака, а на купљеној имовини основано је 11 нових предузећа, а у њих је уложено око 70% уложених средстава у куповини предузећа у стечају (Ревизија учинака, 2012).

Да би се стечајни поступак учинио још ефикаснијим и допринио опоравку привреде неопходно је још прецизније дефинисати поједине чланове Закона о стечајном поступку. У Закону није јасно дефинисано како стечајни судија именује стечајног управника, као ни њихово награђивање. Због различитог тумачења закона није било јасно да ли институције јавног сектора, као повјериоци стечајног дужника свака за себе пријављује своја потраживања (нпр. пореска управа и сваки фонд појединачно пријављују своја потраживања) или једна од њих (пореска управа) пријављује у своје име и у име фондова.

Важно је напоменути и да се стечајна реформа не треба посматрати изоловано. Према Оливеру Харту, она може захтијевати да буде комбинована са законским и другим реформама, нпр. обука судија, побољшања у корпоративном управљању, јачање права инвеститора, па у неким случајевима и промјенама у међународним финансијским системима (Hart, 2000, p. 1).

## Закључак

Побољшање стечајног поступка привредних субјеката један је од фактора за опоравак привреде Републике Српске на којем треба што прије и што више радити. Анализа је показала да проблеми постоје у готово свим параметрима којима се мјери ефикасност стечајног поступка. Почевши од самог Закона, поједине чланове треба мијењати или дорађивати. Неки од чланова Закона, који су за ефикасно вођење стечајног поступка од кључног значаја, не поштују се што има негативне посљедице на привреду у цјелини. Тако нпр. Закон предвиђа да поступак траје годину, до двије дана, а у пракси је било стечајних поступака који су трајали и по седам година. Иако би требало отворити стечајни поступак над привредним субјектом који 60 дана узастопно није у могућности да измирује своје обавезе поједини су годинама били у таквој ситуацији док се покренуо стечајни поступак. Праћење способности измирења обавеза, слање приједлога за покретањем стечајног поступка, његово вођење и анализа подијељени су између неколико институција што ствара проблем око добијања цјеловитих података као основе за анализу и предузимање одговарајућих мјера за побољшање самог поступка. Трошкови вођења стечајног поступка су високи, а јасно је да на крају падају на терет повјерилаца, јер се први измирују. Када би трошкови

били нижи, повјериоци би могли наплатити своја потраживања у вишем проценту. Међутим, трошкове је тешко смањити уколико се не скрати трајање самог поступка. Опет, можда ситуација и не би била толико лоша да се већи број стечајних поступака завршава реорганизацијом. Нажалост није тако. Највећи број поступака оконча се због недовољности/недостатка стечајне масе.

Важно је схватити да се у стечајним поступцима не ради само о једном предузећу или изоловано случају. Предузећа у оквиру једне привреде међусобно су повезана. Сваки проценат ненаплаћеног потраживања утиче и на пословање стечајног повјериоца. У питање се може довести и њихов опстанак. Једноставно, ту се ради о домино ефекту. Пропаст једног предузећа за собом у већој или мањој мјери вуче и остала предузећа са којима је било у пословним односима. Поред тога, јављају се и проблеми социјалне природе. Велики број радника у предузећима која се угасе остаје без посла, смањује им се куповна моћ, опада потражња и индиректно се утиче на цијелу привреду. Влада покушава ублажити негативне посљедице кроз пројекте социјалног збрињавања радника, куповину предузећа, али да ли до тога мора доћи? Да ли се може реаговати прије него што десе такве ствари?

Није реално очекивати да сва предузећа у оквиру једне привреде подједнако добро функционишу, али је могуће радити више на томе да финансијске прилике у којима се нађу поједина од њих буду пролазне. Могуће је и треба више радити на томе да више стечајних поступака завршава реорганизацијом пословања привредног субјекта.

За почетак, платежну способности предузећа да измирује своје обавезе треба свакодневно пратити. Приморати органе којима је Закон дао могућност да предлажу покретање стечајног поступка да то чине на вријеме или одредити институцију која ће по службеној дужности морати да даје приједлоге о покретању стечајног поступка. На тај начин повећаће се шансе да се стечај не заврши банкротом привредног субјекта. Повећаће се шансе да трошкови стечајних поступака буду нижи. Повећаће се шансе да повјериоци наплате већи износ потраживања. На крају, повећаће се шансе за држи опоравак привреде.

## Литература

- Божић, Р. (2001). Рачуноводство, финансије и ревизија у савременим условима. Стечај предузећа – рачуноводствени и билансни аспекти. 5. *Симпозијум Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске*, Теслић.
- Главна служба за ревизију јавног сектора Републике Српске - *Извјештај ревизије учинака*, 2012.
- Zakon o finansijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi HR*, NN 108/12.



- Закону о стечајном поступку, Службени гласник Републике Српске, 26/10.
- Микеревић, Д. (2009). *Принципи и пракса процјене вриједности предузећа*. Бања Лука, Брчко: Финрар д.о.о. Финансинг д.о.о.
- Микеревић, Д. (2012). Стечај – инструмент (не)дозвољеног богаћења. 16. конгрес: *Значај рачуноводства, ревизије и финансија у процесу превладавања економске кризе*. Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске.
- Рачошевић, Д. (2012). Правни режим реорганизације стечајног дужника. 2. *регионална конференција из области стечајног права: Актуелна питања стечајног права, законодавство – пракса*. Бања Лука: Удружење стечајних управника Републике Српске.
- Ранковић, Ј. (1996). *Специјални биланси*. Београд: Проинком.
- Службени гласник – описни дио, 2013.
- Stiglitz, J. (2001). *Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Law*. *Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles*. The World Bank: Washington, D.C.
- The World Bank – International Finance Corporation. *Doing Business (2004-2014)*
- USAID (2005). Приједлог измјене Закона о стечајном поступку у БиХ и с њима повезаних закона: [http://pdf.usaid.gov/pdf\\_docs/Pnadi327.pdf](http://pdf.usaid.gov/pdf_docs/Pnadi327.pdf) (08. 01. 2014.)
- Hart, O. (2000). *Different Approches to Bankruptcy*. Harvard Institute of Economic Research - [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=241066](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=241066) (10. 01. 2014.)
- Шкарић – Јовановић, К. и Спасић, Д. (2012). *Специјални биланси*. Београд: Економски факултет.
- Шкарић – Јовановић, К. (2011). Финансијско извештавање предузећа у банкрутству. *Acta economica 14/11*. Бања Лука: Економски факултет.
- Шњегота, Д. Билансирање стечаја у функцији разумијевања стварних узрока банкрутства. 7. *Међународни симпозијум о корпоративном управљању: Промјенама стилашеија, политика и модела корпоративног управљања до превладавања кризе*. Финрар д.о.о.



*Индира Курбеџовић<sup>1</sup>*

## **Стране директне инвестиције као фактор раста и развоја привреде**

### **The foreign direct investments as a factor of economic growth and development**

#### **Резиме**

*Проблем ниској раста и сјорној развоја привреде с којим се суочава Република Српска и Босна и Херцеговина се огледа у недостигају кинијала. Томе је допринијела и глобална економска криза, појраћена проблемима још из ранијих периода, ратним сукобима, застојем технолојом и сл. У ранијим периодима значајан прилив средстава у Републику Српску и Босну и Херцеговину био је у виду донација, те у виду задуживања код међународних финансијских организација што је достигао одређену границу. Чињеница да свим учесницима на тржишту недостигаје кинијал (држави, предузећима, становницима) без кога се не могу ријешити кључни развојни проблеми привреде, води нас ка страном директним инвестицијама као могућности придавања и обезбјеђивања појредној кинијала. Циљ је приказати значај страних директних инвестиција на земљу домаћина, и њихов утицај кроз позитивне и негативне ефекте. Како је страни кинијал, постоји у виду СДИ “заслужан” за привредни развој и просперитет великој броја земаља, иако ми требамо порадићи на привлачењу истој, искористити искуства других земаља и у извесним случајевима предузети мјере како би се заштитили од могућих негативних посљедица страних власника кинијала.*

<sup>1</sup> Студент другог циклуса студија, indirakurbegovic@yahoo.com

**Кључне ријечи:** *недостатак капиталa, стирене директне инвестиције, привредни ојоравак, економски раст.*

## Summary

*The problem of the low growth and slow development that the economy of the Republic of Srpska and Bosnia and Herzegovina are confronted is reflected in the lack of capital, which is also contributed by global economic crisis accompanied by the problems from earlier period, wars, outdated technology etc. Earlier, the significant inflow of RS's funds was in donations and borrowing from international financial organizations which reached a certain limit. The fact that all market participants lack the capital (government, enterprises, population), which is essential for addressing key development problems of the economy, leads us to the foreign direct investments as a possibility of obtaining and providing the necessary capital. The objective is to show the importance of the foreign direct investments for the host country and their impact on the same through their positive and negative effects.*

*Since the foreign capital (FDI) is 'responsible' for the economic development and prosperity of many countries, we need to work on attracting the same, use the experiences of the other countries and in certain cases take all necessary steps to protect ourselves from possible adverse consequences which might come out of foreign owners capital activities.*

**Crucial words:** *the lack of capital, the foreign direct investment, the economic recovery, the economic growth*

## Увод

Привредни раст подразумеје повећање агрегатне понуде и производње на нивоу националне економије изражено кроз укупан бруто домаћи производ (скуп добара и услуга остварених у једном периоду) у једној земљи, или у односу на број становника. Како се број становника такође мијења, раст производње по становнику представља праву мјеру економског напредовања једне земље. Појам привредног раста је ужи од појма привредног развоја, и представља његову компоненту. Привредни развој је економски и друштвени процес који обухвата привредносистемске и структурне промјене (институционалне, техничко-технолошке и друге). Без привредног раста нема привредног развоја, али не мора сваки привредни раст да буде и привредни развој. Током привредног развоја промјене у саставу привреде су разноврсне. Најизраженије су промјене у производном саставу, односно учешћу појединих дјелатности (пољопривреде и индустрије) у укупној производњи. На привредни развој једне земље утичу бројни и разноврсни фактори. Они потичу из саме привреде, из њеног природног окружења

гдје спада и становништво, као извор радне снаге за потребе привредног развоја. Затим је важно поменути и природне изворе као предмете рада, тзв. основне производне фондове као средства за рад и технолошки напредак чији се значај временом повећава. Захваљујући технолошком напретку разгранав се производња и појављују нове гране, које снажно доприносе развоју привреде и друштва у цјелини. Привредни развој има смисла само ако омогућује бољи животни стандард и егзистенцију становништву. Републици Српској и Босни и Херцеговини је, прије свега, неопходан привредни опоравак, тако да је помоћ у виду страних директних улагања пријекно потребна да би се уопште могло говорити о привредном расту и развоју. Полазна хипотеза истраживања (X0) се односи на унапријеђене пословних резултата привреде, квантитативно и квалитативно, опредјељењем за стратегију страних директних инвестиција. Помоћне хипотезе које су кориштене: X1 - страни капитал посматран у виду страних производних улагања у иностранству заслужен је за привредни развој и просперитет великог броја земаља. Отуда и сам привредни опоравак Републике Српске и Босне и Херцеговине захтијева активно ангажовање државе на привлачењу директних страних инвестиција; X2 - законска регулатива у нашој земљи још увијек обезбјеђује сигурност иностраним улагачима; X3 - привлачење *greenfield* инвестиција доводи до повећања стопе запослености, нивоа технолошког развоја, те се овом облику улагања треба посветити посебна пажња.

## 1. Стране директне инвестиције

Стране директне инвестиције (енг. Foreign Direct Investment – FDI) су основни облик међународног кретања капитала, један од најатрактивнијих облика међународне сарадње и остваривања развојних циљева земље домаћина. Оне се јављају када инвеститор који се налази у једној земљи (земљи поријекла) стиче активу у другој земљи (земљи домаћина), гдје се под активом подразумијевају средства и права којима једно предузеће располаже. Инвеститор обезбјеђује право својине, контроле и управљања над предузећем у које су уложена средства, у циљу остварења неког економског интереса. Ниво реализованих СДИ у некој земљи зависи, по многим, од њеног географског положаја, али и од њене стабилности, окружења, степена политичких и економских слобода и ризика, обезбјеђеног приступа локалном и регионалном тржишту, правне сигурности инвестирања, квалификоване и јефтине радне снаге, институционалне изграђености или, једноставније речено, од инвестиционо - атрактивне пословне климе у тој земљи (Ibreljić i Nuhanović, 2011, str. 70). У бездушној конкуренцији свака земља покушава понудити нешто посебно, нешто различито, нешто што други нису понудили или немају, све у циљу привлачења страних директних инвестиција.

Постоје три главне категорије СДИ:

*Greenfield инвестиције* подразумевају подизање потпуно нових производних погона, гдје се на страни тржиште углавном доноси нова технологија, нови начини управљања и контроле, а неријетко и сам менаџерски кадар.

*Сјајање са већ постојећим компанијама (merger)* претпоставља фузију два једнака партнера, док се *куповина (aquisition)* може схватити као преузимање већинског пакета акција (majority aquisition) или куповину мањинског дијела компаније (minority aquisition).

*Заједничка улагања (Joint venture)* се односе на споразум о заједничком раду на пројекту двије или више страна, било да је ријеч о уговорним улагањима или инвестирању у облику концесија.

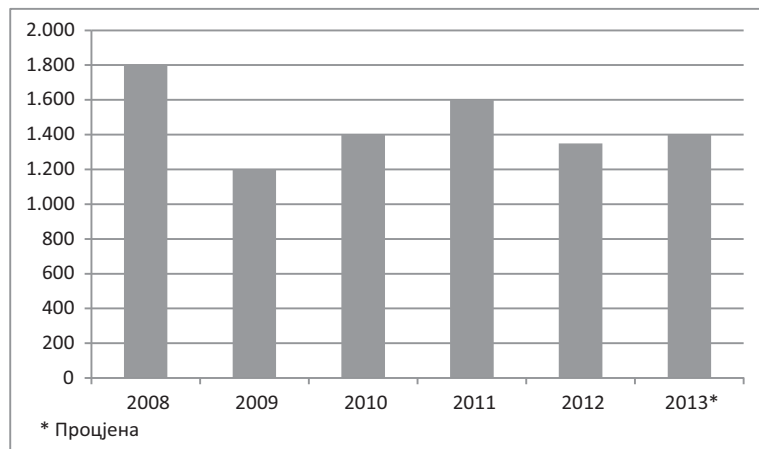
*Концесије* се односе на право кориштења природног богатства које домаћем, односно страном лицу –концесионару, уступа надлежни државни орган- концедент, под посебно прописаним условима и за одређени временски период. Најпознатији облик концесије којим се утврђују међусобни односи учесника у реализацији пројекта је *B.O.T. System* (Ковачевић, 2000, стр. 54). Б.О.Т. модел (изградња, користи, предај) се најчешће примјењује код реализације капиталних инфраструктурних објеката, као што су путеви, жељезнице, аеродроми, мостови, термо и хидроелектране, објекти водоснабдијевања и др.

## 2. Обим, динамика и структура страних директних инвестиција

Обим директних инвестиција у некој земљи није једноставно утврдити. Поред основног износа капитала који се уноси у једну земљу у виду директних улагања, овдје треба укључити још неке износе: дио профита који се реинвестира и износ средстава који је прикључен на локалном финансијском тржишту (Јовановић Гавриловић, 2010, стр. 200). За стране директне инвестиције су карактеристичне велике осцилације како у обиму, тако и у географској усмјерености и гранској структури. Чак и мали поремећаји у свјетској привреди и политичким односима утичу на понашање инвеститора. Свјетска економска криза је негативно утицала на СДИ, те довела до њиховог смањења на глобалном нивоу. У кризној 2008. години у свијету је забиљежен привредни пад од 1,1 % БДП-а, без посла је остало 36 милиона запослених, што је наравно утицало и на пад СДИ за 20%. Укупан прилив СДИ на глобалном нивоу 2012. године износио је 1.350,9 милијарди долара када је и забиљежен пад од 18,3% у односу на 2011. годину (UNCTAD, 2013). Пад прилива СДИ је највише захватио развијене земље, у односу на претходну годину забиљежено је 32%, а најгоре су прошле водеће земље Европске уније Белгија и Њемачка са 96%. Сам пад је посљедица слабљења макроекономског окружења.

**Графикон 1.**

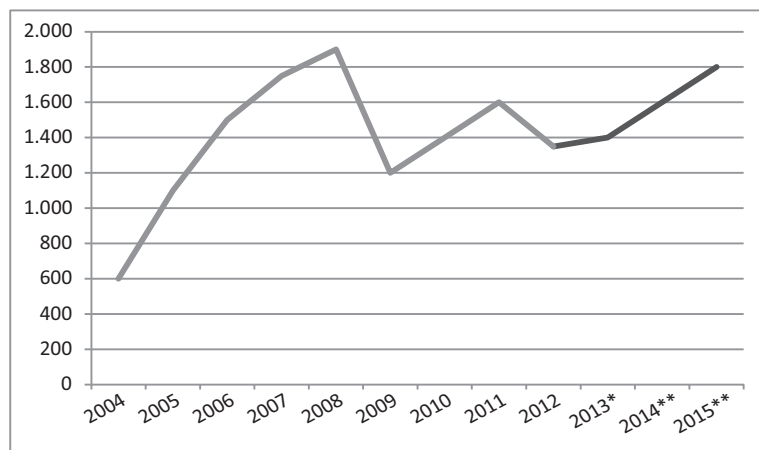
Укупан иривлив СДИ на глобалном нивоу (милијарде долара)

Извор: UNCTAD, *World Investment Report, Global Investment Trends*

Очекивања по питању токова СДИ у наредне двије године су оптимистична. Наиме, пројекције UNCTAD указују на умјерен, али стапан раст. Приливи СДИ у 2014. години би према предвиђањима износили 1.600 милијарди долара, односно 1.800 милијарди долара прогнозираних у 2015. години. Такође се очекује постепени раст БДП-а и трговине на глобалном нивоу, посебно у земљама у развоју које су 2012. године по први пут апсорбовале више СДИ од развијених земаља.

**Графикон 2.**

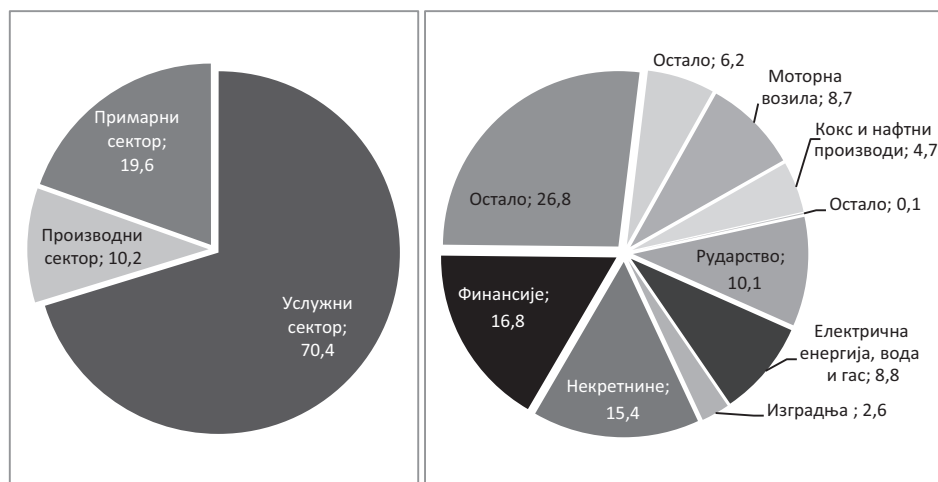
Глобални токови СДИ, 2004-2012 као и ироекције за иериод 2013-2015. године (милијарди долара)

Извор: UNCTAD, *World Investment Report 2013, Global Investment Trends*, p.19.

Од саме вриједности инвестиционих улагања, важнија је њихова структура која је уско везана за стопу запошљавања.

### Графикон 3.

Кумулативна вриједност СДИ - по секторима/ индустрији, 2012.



Извор: UNCTAD, *World Investment Report 2013, Global Investment Trends*, p.11.

Падом у СДИ 2012. години је најмање погођен услужни сектор а највише примарни сектор, док је у производном сектору дошло до највишег смањења СДИ у апсолутном износу, што потиче из самог смањење броја *greenfield* пројеката.

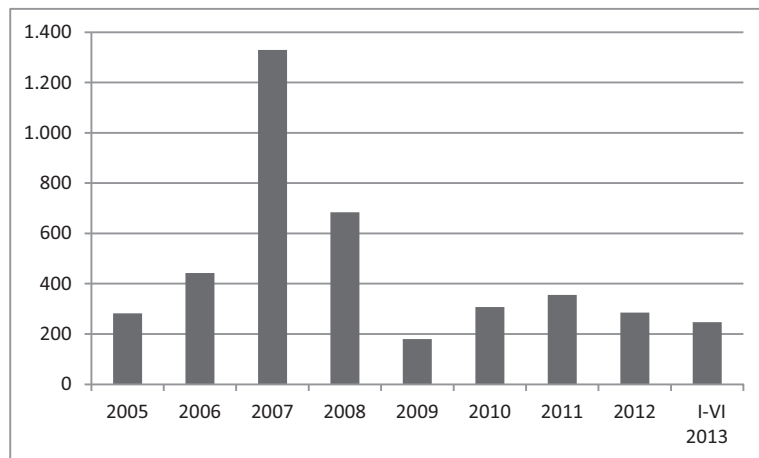
### 3. Стране директне инвестиције у Републици Српској и Босни и Херцеговини

Према годишњим подацима Централне банке БиХ (ЦББХ), укупна вриједност директних страних улагања у Босну и Херцеговину до децембра 2012. године износила су 5,6 милијарди евра. У структури страних директних инвестиција, за период мај 1994, децембар 2012. године, власнички удјели и задржане зараде су износили 4 милијарде евра, а остали капитал (међукомпанијски зајмови, обвезнице, инструменти тржишта новца, трговински кредити и остала дуговања) 1,6 милијарди евра.



**Графикон 4.**

Токови директних страних инвестиција у БиХ, (милиони евра)



Извор: Централна банка БиХ,

\*Прво полугодје 2013, прелиминарни подаци са процјењеним задржаним зарадама

У 2007. години, Босна и Херцеговина је захваљујући приватизацији великих државних предузећа имала прилив од 1,3 милијарде евра, највећи износ забиљежен у посљедњих осамнаест година. У 2008. години, прилив СДИ од 684 милиона евра, без очекиване приватизације, може се сматрати задовољавајућим, нарочито ако се узме у обзир структура самог улагања. Улагање у производни сектор, високо учешће *greenfield* инвестиција које за собом повлачи нову технологију и нова радна мјеста сматра се позитивном структуром улагања. У 2009. години, утицај свјетске економске кризе се одразио на прилив СДИ. Према подацима Централне банке БиХ, у 2010. и 2011. години је забиљежен пораст директних страних улагања. Прилив СДИ у 2010. је повећан за 70,5 % у односу на 2009. годину, са регистрованим износом од 307 милиона евра док је прилив у 2011. години имао вриједност од 355 милиона евра, што је представљало 2,7% БДП-а и повећање од 15,7% у односу на 2010. годину. Нажалост, и поред обећавајућих процјена, СДИ у 2012. години су смањене су за 18% на глобалном нивоу, а када је ријеч о земљама Југоисточне Европе, износ СДИ је готово преполовљен, што је прије свега посљедица смањења инвестиција из земаља Европске уније, које се суочавају са посљедицама глобалне кризе. У Босни и Херцеговини 2012. године СДИ су износиле 285 милиона евра што је представљало смањење на 2,2% од БДП-а, или смањење за 19,6% у односу на 2011. годину. Међутим, *UNCTAD* очекује позитиван тренд СДИ тако да можемо очекивати раст што би за Босну и Херцеговину било од великог значаја, нарочито када је ријеч о улагању у производни сектор.

**Табела 1.**

Најзначајније земље инвестицијори у БиХ  
мај 1994, децембар 2012. Укупан износ инвестиција 5,6 милијарди евра

Редни број	Земља	Износ (милиони евра)	% удио у збиру
1.	Аустрија	1.337	23,8
2.	Србија	959	17,1
3.	Хрватска	754	13,4
4.	Словенија	524	9,5
5.	Русија	471	8,4
6.	Њемачка	309	5,5
7.	Швајцарска	257	4,6
8.	Холандија	168	3,0
9.	Турска	149	2,7
10.	Луксембург	139	2,5
11.	Остале земље	539	9,6
	УКУПНО	5.606	100

Извор: Централна банка БиХ

Најзначајнији удио страних инвестиција у Босни и Херцеговини у 2012. години је регистрован у производњи (41%), банкарству (23%), и трговину (21%), док су најзначајније инвестиције до краја 2010. године биле из Телекома Србије, А.Д Београд, *Ukio Banko*, Инвестиционе групе из Литваније, *ArcelorMittal* Холдинга АГ из Швајцарске, *OAD Neftegazovaja Innov. Korp. Moskva* из Русије, *Hypo Alpe-Adria Bank AG* из Аустрије, хрватски “Телеком”, хрватске “Поште”, Загребачка банка, *Kastamonu Entegre Agac Sanayi ve Tic.* из Турске, *LIVAR d.d.*, *Ivančna Gorica* из Словеније и *Asamer Zement Holding* АГ из Аустрије. У посљедње вријеме примјетан је снажан улазак руског капитала у БиХ. Руси су преузели *Volksbank BH* која сада послује као *Sber banka*, *NIS (Gaspromnjeft)* је од аустријског *OMV*-а преузео 22 бензинске пумпе. Руски *Zarubreznjeft* је власнички преузео Рафинерију нафте у Броду у коју је према процјенама инвестирао 560 милиона евра. Агензија за унапређење страних инвестиција БиХ (*FIPA*) изабрала је за најзначајније инвеститоре БиХ за 2012. годину предузеће *Granimir&Co* д.о.о Међугорје у категорији *greenfield* инвестиција. *Fl Wood* д.о.о Фоча изабран је као најзначајнији инвеститор у категорији аквизиција а у категорији отварања нових радних мјеста изабрана је *Alpina-Bromy* д.о.о Тешањ, док је *Sisecam Soda* д.о.о Лукавац најзначајнији инвеститор у категорији заједничко улагање. (Pendek, 2013)

У 2012. Години, Република Српска се налази у негативној зони привредног раста, а пад су забиљежили кључни сектори као што су пољопривреда (6,1%), електроенергетика (3,7%) и прерађивачка индустрија (3,5%). По-

четак 2013. године биљежи наставак пада индустријске производње, грађевинарства и куповне моћи становништва, док тренд раста стопе незапослености и броја пензионера ствара додатни притисак. Евидентно је да сама економска ситуација у Републици Српској и Босни и Херцеговини не оставља пуно простора оптимизму, јер се не назире економски раст о чему најбоље свједоче негативне бројке на тржишту рада, те остварени дефицит текућег рачуна БиХ, који је досегао износ од 2,45 милијарди КМ у 2012. години. С обзиром на то да нема назнака да ће се успоставити политичка стабилност до наредних општих избора, не можемо очекивати никакав значајнији помак када су у питању унутрашњи подстицаји за развој економије.

У наредном периоду ће босанскохерцеговачке перформансе углавном зависити од спољних фактора, прије свега од опоравка економије у еврозо-ни.<sup>2</sup> Нужно је побољшати пословну климу, порадити на конкурентности и на привлачењу СДИ, што би могло значити излаз из овакве економске ситуације и привредни опоравак. Босна и Херцеговина је привукла одређени, али не и задовољавајући износ страних инвестиција. Недовољно је улагања у праву производњу, а релативно много у банкарски сектор и услужне дјелатности. Најбоље ефекте на националну привреду би имале *greenfield* инвестиције, нарочито извозно оријентисане, а таквих пројеката је најмање. Узмимо за примјер изградњу нових фабрика гдје би се при самој изградњи ангажовали домаћи грађевинари, гдје би се материјал куповао на домаћем тржишту и што би значило нова радна мјеста, нову технологију те боље методе управљања. Страна улагања која се односе на саму промјену власника предузећа и нису од претјераног утицаја, нема изградње, нема новог запошљавања, често се сусрећемо и са смањењем броја запослених.

#### 4. Позитивни - негативни ефекти страних инвестиција

Уговор о заједничком улагању Републике Србије и *Fiat Group Automobiles S.P.A Italija* (у даљем тексту ФГА) је значајно утицао на сами опоравак Републике Србије, те нам потврђује почетну хипотезу да стратегија СДИ обезбјеђује боље резултате привреде. У овом случају значај се огледа у расту производње, извозу и отварању нових радних мјеста која су обезбијеђена за регион Крагујевца. Сам регион је доживио убрзани економски развој и прави “инвестициони бум”, постао сајамски град, највеће градилиште у Србији, те се са 137. мјеста подигао на треће. Крагујевац се нашао у групи “града будућности”, са здравим пословним окружењем и позитивном климом која погодује започињању посла и развоју иновативности, чему су допринијеле и бројне подстицајне мјере, те уложена средства у инфраструктуру.

<sup>2</sup> Бранимир Мујца, предсједник савјета страних инвеститора у БиХ.

Задовољни постигнутим резултатима и убиљежавајући успјешну пословну годину, планирана је производња два нова модела, што указује на добре резултате компаније на простору Републике Србије и повлачи за собом нова, додатна радна мјеста иако у наредном периоду нису планиране веће инвестиције. Од оснивања до данас, уложено је преко милијарду и двјеста милиона евра, а запослено више од 3.000 радника, што компанији даје епитет једног од највећих послодаваца у Србији. Додатни капитал из иностранства сматра се позитивним ефектом, како због поменутих радних мјеста, тако и због повећања стопе привредног раста и могућности ефикаснијег кориштења постојећих домаћих ресурса. Инвестиције у запослене биле су један од кључних фактора у пословању у претходној години. У прилог овој тврдњи је и податак да је отворена ординација за заштиту здравља радника у оквиру фабрике, намијењена свим запосленима у којој радници обављају систематске и периодичне прегледе. Ординација је осмишљена и као савјетовалиште за унапређење радне околине и радног мјеста. “*Fiat* је у Србију донио и потпуно нову организацију посла, која подразумејева четвородневну радну недјељу, са десетсатним радним временом. Четвородневна радна недјеља уведена је како би се обезбједила максимална искоришћеност инсталиране опреме. Десетсатно радно вријеме у Србији до сада никада није примјењивано, иако се на тај начин обезбјеђује боља продуктивност запослених и знатно боља флексибилност организације посла”, истиче Антонио Чезаре Ферара, генерални директор *Fiat* аутомобил Србија. Поред нове организације посла са страним инвестицијама је дошла и нова технологија, њено прилагођавање конкретним условима, могућност преквалификације и обучавање већ постојеће радне снаге. Извоз *Fiat* аутомобила Србије је у значајној мјери допринио унапређењу српске привреде и смањењу спољнотрговинског дефицита. За десет мјесеци је извезено возила укупне вриједности 1,282 милијарди евра, што је компанију сврстало на прво мјесто листе највећих српских извозника, према подацима Министарства финансија из овог мјесеца. Тако је вриједност деветомјесечног извоза модела *Fiat 500 L* у САД пет пута већа него у истом периоду прошле године. Оно што стимулише извоз јесте већ позната марка на тржишту и дугогодишња пословност. Такође је важно напоменути да је долазак *Fiat* позитивно утицао на развој индустрије аутодијелова, на његово ширење те побољшање квалитета да би се задовољиле потребе производње аутомобила по европским стандардима. Индустријска производња У Републици Србији у августу 2013. године већа је за 5,7 % у односу на август 2012. године, а у односу на просјек 2012. Године, већа је за 5,6 %.

Поред свих позитивних ефеката које страни капитал и стране инвестиције имају на земљу домаћина, не треба занемарити ни њихове негативне

ефекте и ризике. Ту можемо сврстати немилосрдно исцрпљивање домаћих природних ресурса, нарочито се сусрећемо с проблемом уколико се ради о необновљивим ресурсима (руде, нафта) и споро обновљивим ресурсима као што су шуме.

Затим имамо појаву тзв. трансферне цијене (цијене која се примјењује при размјени између матичне компаније и њених афилијација) којом се на прикривен начин износи профит из земље прије него што је и декларисан, чиме се избјегава плаћање пореза. Нешто слично смо имали у случају “Бирача” и “Балкана”. Под утицајем страног капитала, нарочито када су у питању директне инвестиције, привреда се развија према потребама и интересима странаца, а не води се рачуна о националним циљевима економског и друштвеног развоја због чега може доћи до деформисане привредне структуре (Јовановић Гавриловић, 2010, стр. 205). Страни капитал искориштава домаћу инфраструктуру, у чијем стварању није учествовао, долази и до повећања технолошке зависности од иностранства. Такође се можемо сусрести с проблемом уколико дође до наглог повлачења страног капитала, привреда доживљава крах и велики број људи остаје без посла, или сама уцјена да ће доћи до повлачења капитала, постављени захтјеви држави због остварења неких личних интереса страног инвеститора. Држава, значи, не треба да буде само неутрални, незаинтересовани посматрач дјеловања страних власника капитала, него треба да има у виду све ове негативне ефекте и масу других с којима се може сусрести, те да их својим политикама и прописима умањи: треба водити рачуна о дугорочним интересима, о стварању услова за квалитетан привредни раст. Првенствени задатак државе у економској области је да створи повољну пословну климу која ће погодовати како домаћим, тако и страним инвеститорима, да изграђује и прилагођава привредни систем који ће обезбједити да предузетници, радећи добро за себе, раде добро и за националну<sup>3</sup> привреду. Када се јаве конфликти између интереса предузетника и националних интереса, држава је та која треба да заштити добро схваћене националне интересе.

## 5. Атрактивни сектори за инвестирање

Када је ријеч о могућностима, да није ријеч о нашој пристрасној оцјени свједочи и студија Свјетске банке, односно њене афилијације MIGA (Мултилатерална агенција за гарантовање инвестиција). У студију која је објављена маја 2006. године: *Benchmarking FDI Opportunities, Investment Horizons: Western Balkans* износи се оцјена да за многе садашње и будуће инвестито-

<sup>3</sup> Термин: национални у овом контексту има државно - правно значење.

ре Западни Балкан<sup>4</sup> представља подручје захвално за пословну активност. Оваква оцјена заснива се на сљедећим чињеницама:

- ради се о тржишту у развоју са око 150 милиона потрошача;
- ове земље су пред вратима Европске уније;
- постоји мрежа међусобних споразума о слободној трговини, а разматра се и могућност да ова мрежа прерасте у мултилатерални аранжман;
- повољни су услови за пословање и у погледу трошкова радне снаге с обзиром на то да су плате у неким дијеловима овог региона ниже за 30-50% него у Чешкој и Мађарској;
- обиље квалификованих радника, који су професионални, радни, високо технички образовани, са познавањем страних језика;
- локални избори сировина;
- брзо унапређивање инвестиционе климе (MIGA, 2006).

MIGA посебно анализира услове за стране инвестиције у овом региону у два сектора: производња хране и пића и аутомобилска индустрија.

Босна и Херцеговина посједује природне ресурсе и услове који стварају врхунски амбијент за пољопривредну производњу, укључујући и расположивост јефтине радне снаге, земљишта и др. природних ресурса, као и погодну климу, те дугогодишњу традицију и искуство у пољопривреди. Огромни пољопривредни потенцијали су само дјелимично искориштени упркос значајним људским и природним ресурсима. Снажан развој и константан раст производње који карактеришу босанскохерцеговачки пољопривредни сектор су знатно испод својих реалних могућности и очекиваних резултата. Већина прехрамбених производа се увозе, нарочито пшеница, месни и млијечни производни и воћни сокови. Недовољна финансијска средства потребна за модернизацију свих сегмената пољопривредне производње (замјена застарјеле технологије и опреме) је један од главних ограничења за бржи развој овог сектора. Међутим, босанскохерцеговачки пољопривредни сектор пружа огромне могућности за потенцијалне инвеститоре што би и БиХ донијело позитивне резултате, било да је ријеч о запошљавању радне снаге, о новој технологији, повећању извоза, или било ком од позитивних ефеката које смо већ поменули. Као предности БиХ за стране инвеститоре, наводи се монетарна стабилност: Централна банка БиХ одржава монетарну стабилност у складу са аранжманом валутног одбора (1KM: 0,51129 €). Законски прописи који се односе на страна улагања су веома либерални, присутне су и царинске повластице, пореска ослобађања, слободне зоне, фонд за заштиту страних улагача. Такође имамо развијен банкарски сек-

<sup>4</sup> Западни Балкан је новокомпоновани географско-политички назив за шест земаља: Албанија, Босна и Херцеговина, Македонија, Србија, Црна Гора, (Хрватска).

тор, најнижу стопу инфлације у Југоисточној Европи, те традиционалне везе са Западном Европом.

У производњи аутодијелова, Босна и Херцеговина је имала доста искуства и дугу традицију, нарочито у склапању аутомобила намијењених западним тржиштима. До 1992. године, *Volkswagen* је производио путничке аутомобиле и комерцијална возила у фабрици у близини Сарајева, док су предузећа “Космос” из Бање Луке и “Соко” из Мостара производила аутобусе. Рађени су и квалитетни куглични лежајеви за чувени шведски *SKF*. Главни разлози зашто изабрати Босну и Херцеговину као дестинацију за улагање у њен аутомобилски сектор су: стратешки положај - географска близина производној аутомобилској бази и Европи пружа страным инвеститорима ниске трошкове дистрибуције и благовремену испоруку производа, постојање института за истраживање и развој (шест машинских факултета), квалитет производње - *ISO* и индустријски сертификати, расположивост извора енергије и др.

Позитивни примјери су стране банке које су уложиле значајна средства у босанскохерцеговачки банкарски сектор. *HVB Central Profit Bank*, *Hypo Alpe-Adria-Bank*, Нова Љубљанска банка, *ProCredit Bank*, *Raiffeisen Bank*, *Turkish Ziraat Bank*, *UniCredit* Загребачка банка БиХ, *Sberbank*, *Zepter Commerce Bank* су стране банке које су присутне у земљи. Ослањајући се на своје анализе, 27. септембра 2013. године агенција *Standard Poor's* потврдила је кредитни рејтинг Босне и Херцеговине “Б са стабилним изгледима”.

Енергетски сектор је један од најснажнијих босанскохерцеговачких сектора, са огромним потенцијалима и могућностима за даљњи развој и улагања. Босна и Херцеговина је чланица Енергетске заједнице Југоисточне Европе која је основана у новембру 2002. године како би се проширило унутрашње енергетско тржиште Европске уније на Југоисточну Европу и шире.

Босна и Херцеговина посједује различите аутохтоне изворе енергије, попут:

- основни извор примарне енергије у БиХ је угљен (мрки угаљ и лигнит) с процијењеним резервама од 10 x 10<sup>9</sup> тона;
- хидро потенцијал који износи 6 000 MW, се користи у висини од само 35%;
- према урађеним обимним анализама, постоји значајан потенцијал енергије вјетра;
- извори сировина за производњу енергије из биомасе су веома повољни, укључујући око 1,5 милиона m<sup>3</sup> шумских остатака и остатака дрвне индустрије (дрвни отпад, пиљевина, ивер итд.);
- могућности за експлоатацију геотермалне и соларне енергије су доступне у великој мјери, али још увијек нису истражене и искориштене;

- прелиминарна истраживања нафте и плина указују на постојање перспективних наслага на великом броју мјеста у БиХ (резерве се процјењују на око 50 милиона тона нафте) (Agencija za unapređenje stranih investicija u Bosni i Hercegovini, 2013)

Најпознатији природни ресурс БиХ је дрво: 53% територије је прекривено шумом која се користи за прераду дрвета и производњу намјештаја.

Шуме и шумско земљиште се простире на површини од 2.709.800 хектара. Проблем је неискоришћеност на прави начин, те злоупотреба природног богатства било кроз непланску сјечу, изазивање пожара или разне друге начине. Босна и Херцеговина извози много више производа из нижих фаза прераде него готових производа, у 2012. години само 7,6% од укупног износа извоза се односило на финалне производе од дрвета. Треба се усмјерити на производњу, јер једни смо од ријетких који за то имају могућности. Структура и врсте производа дрвне индустрије врло су разнолики, тако да је скоро сваки производ који се производи у свијету могуће произвести и у БиХ. Стратегија сектора је што већа финализација производње и извоз виших фаза прераде, тако да је интерес сектора за сарадњу са ино партнерима инвестиционо улагање у фабрике плоча и фабрика намјештаја, за нас би то били позитивни ефекти кроз изградњу нових фабрика, те кроз нова постројења. Извоз из БиХ би требало усмјерити ка намјештају и елементима за намјештај, вратима, прозорима, подовима, паркетима, грађи, монтажним дрвеним кућицама, брикету, а мање ка извозу балвана и обловине.

Метални сектор у БиХ има дугу историју, велике потенцијале, те посједује природну конкурентску предност. Поред наведених, имамо још атрактивних сектора за инвестирање што није предмет овог рада, али се може пронаћи на веб-страници Агенције за унапређење страних инвестиција у БиХ.

## 6. Извоз - увоз

Укупан обим спољнотрговинске размјене у 2012. години износио је 23,11 милијарди КМ, што је за 636,64 КМ, или 2,68 % мање у односу на обим размјене остварен у 2011. години. У истој години је увезено робе у вриједности од 15,25 милијарди КМ, што је за 1,76% мање у односу на 2011. годину. Истовремено, укупан извоз износио је 7,86 милијарди КМ и биљежи пад од 4,43%. Тако је трговински дефицит износио 7,39 милијарди КМ, што је за 1,26% више у односу на 2011 годину. Покривеност увоза извозом у 2012. години је 51,52%, што је за 1,44% мање у односу на исти период претходне године (Ministarstvo vanjske trgovine i ekonomskih odnosa, 2012). Посматрано по географској структури, ЕУ је и даље наш главни спољнотрговински



партнер, тако да она у укупном обиму робне размјене учествује са 50,67 %, затим земље потписнице Споразума “CEFTA 2006”<sup>5</sup> са учешћем од 27,37%, док се 21,97% односи на остале земље у укупном обиму размјене.

Робна размјена у агроиндустријском сектору: у 2012. години вриједност увоза пољопривредних производа износила је 2,45 милијарди КМ, при чему је увоз истих забиљежио пад од 13,65% у односу на 2011. годину. Стопа учешћа пољопривредних производа у укупном босанскохерцеговачком увозу ове године је 16,06% што је и даље много с обзиром на могућности домаће производње које имамо. Вриједност босанскохерцеговачког извоза пољопривредних производа у посматраном периоду је износила 705,92 милиона КМ, гдје је исти забиљежио раст од 2,45% у односу на извоз из претходне године.

Извоз пољопривредних производа у укупном босанскохерцеговачком извозу учествује са 8,98%. Покривеност увоза извозом у посматраном периоду износила је 28,81%. Интересантна чињеница јесте да имамо грана на тржишту које су преплављене увозним производима, а исте такве имамо и у домаћој индустрији.

## 7. Привлачење страних директних инвестиција

Несигуран опоравак привреде, високи буџетски дефицит и смањење кредитног рејтинга већег броја земаља у еврозони значајно су утицали на слаб опоравак и осцилације у улагањима у Босни и Херцеговини. Босна и Херцеговина се налази на 131. мјесту по лакоћи пословања, док су земље из окружења далеко боље рангиране. Од догађаја које треба споменути и који је од значаја за СДИ јесте смањење кредитног рејтинга БиХ 30.11.2011. године. Интернационална кредитна агенција *Moody Investor Service* је објавила годишњи извјештај дана 2. децембра 2013. године према коме је суверени кредитни рејтинг остао исти “Б3 са стабилним изгледима” (Centralna banka BiH, 2013). Систем јединственог евидентирања и извјештавања о регистрацијама СДИ у Министарству вањске трговине и економских односа би требао да унаприједи систем регистрације свих страних инвеститора и њихових улагања у БиХ. Скраћење и поједностављење процедуре регистрације је један од позитивних примјера измјене и побољшања законске регулативе, јер превише компликована администрација је свакако проблем страним инвеститорима.

<sup>5</sup> CEFTA- Central European Free Trade Agreement - трговински споразум који данас дефинише јединствену зону слободне трговине у југоисточној Европи ; између Албаније, Босне и Херцеговине, Македоније, Молдавије, Србије, (Хрватске), УНМИК-а у име Косова и Метохије и Црне Горе.

Основно ограничење за озбиљнији прилив страних директних инвестиција је још присутан висок ниво политичких и економских ризика у земљи. Према резултатима америчке осигуравајуће куће “Marsh”, те консултантске компаније “Maplecroft”. “Мапа политичких ризика” показује да је БиХ у поређењу са земљама из региона, најризичнија за улагање. Квантитативно изражено наша земља је оцијењена са 5,53 (од 10 могућих), док је, примјера ради, Хрватка добила 6,85 и Србија 6,19 бодова. У извјештају се појашњава да се у политички нестабилним подручјима предузетници суочавају са највећим шансама да би, примјера ради, њихови сарадници могли да буду жртве политичког насиља. Недовољна изграђеност инфраструктуре се такође може навести као проблем са којим се суочавамо. Затим, имамо и недоговорну информисаност страних инвеститора. То значи да треба порадити на разним програмима промоције како би се инвеститори упознали с богатствима и могућностима наше земље. Требамо искористити компаративне предности које имамо (аутомобилска, металска, текстилна, дрвопрерађивачка и дрвна индустрија). Кластеризација би могла надвладати слабости инвестирања која су до сада постојале.

Већина економских теоретичара се позива на Портерову дефиницију која кластере означава као “географски усмјерене групе међусобно повезаних предузећа и институција у одређеном сектору, која повезује заједништво и комплементарност.” (Porter, 1990).

## Литература

- Porter, M. (1990). *The Competitive Advantage of Nations*. New York: The Free Press.
- Ibreljić, I. i Nuhanović, S. (2011). Strane direktne investicije u funkciji ekonomske transformacije ekonomske strukture zemalja jugoistočne Evrope. U *zbornik radova sa druge međunarodne naučne konferencije Ekonomija integracija - Izazovi i perspektive integracija zemalja jugoistočne Evrope*. Tuzla: Ekonomski fakultet.
- Јовановић-Гавриловић, П. (2010). *Међународно њословно финансирање*. 13. измењено изд. Београд: Економски факултет.
- Ковачевић, Р. (2000). *Облици и механизми сџраних улајања: Сџрана улајања-њословно-аналииички ѓрисџуј*. Београд: Универзитет “Браћа Карић”.
- Ministarstvo vanjske trgovine i ekonomskih odnosa. (2012). *Analiza vanjskotrgovinske razmjene BiH za 2012. godinu*.
- MIGA. (2006). *Benchmarking FDI Opportunities, Investment Horizons: Western Balkans*.
- Pendek, A. (2013). Izbor stranog investitora BiH. *Oslobođenje*(10. decembar).
- UNCTAD. (2013). *World Investment Report: Global Investment Trends*.
- Centralna banka BiH. (2013). *Kreditni rejting BiH*.