

# ACTA ECONOMICA

УДК 33, 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, DBA, Washington and Lee University, USA

**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 XI, број 18

Бања Лука, фебруар 2013.

## 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 Саша Петковић, доцент, Економски факултет Бања Лука;  
Др Горан Радивојац, доцент, Економски факултет Бања Лука;  
Др Дејан Микеревић, доцент, Економски факултет Бања Лука;  
Др Боровоје 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

## Изворни научни чланци

---

- Рајко Томаш*  
Негативна селекција и морални hazard као узрочници неефикасне транзиције и склоности ка кризи у Босни и Херцеговини  
Negative selection and moral hazard as causes to inefficient transition and tendency towards crisis in Bosnia and Herzegovina ..... 9

## Претходна саопштења

---

- Velimir Bole, Janez Prašnikar, Domen Trobec*  
The debt buildup process: Bosnia and Herzegovina – Republic of Srpska versus other European countries  
Процес стварања дуга: Босна и Херцеговина – Република Српска у односу на остале европске земље ..... 33

- Најко Блајковић, Силвије Орсај*  
Укључивање акција у индекс  
Inclusion of stocks in the index ..... 51

- Мирко Пуљић*  
Макроекономска (не)стабилност Босне и Херцеговине – криза: шанса или ограничење  
Macroeconomic (in)stability of Bosnia and Herzegovina – crisis: opportunities or limitations.... 67

- Катја Шкарић Јовановић*  
Финансијско извештавање о улагањима у заштиту животне средине  
Financial reporting on investments in environmental protection..... 83

- Милорад Иванишевић*  
Систематски ризик и оцена рентабилности инвестиционих пројеката  
Systematic risk and assessment of investment projects profitability ..... 105

- Љубо Јурчић*  
Индустријска политика у глобалним процесима  
Industrial policy in global processes..... 117

## Прегледни чланци

---

- Здравко Тодоровић, Мајгела Злајковић*  
Побољшање успјешности пословања јавних предузећа примјеном корпоративног управљања  
Improving Business Performance of Public Companies Using Corporate Governance ..... 131

- Милијана Нововић, Милан Лакићевић*  
Европска регулатива тржишта осигурања – изазови имплементације у Црној Гори  
European regulation of insurance market – challenges of the implementation in Montenegro . 169

<i>Драјан Микеревић</i>	
Шансе и замке факторинга у санирању неликвидности предузећа и привреде	
Opportunities and pitfalls of factoring in relieving insolvent companies and the economy .....	191
<i>Јово Аџељевић</i>	
Шумпетерова теорија економског раста: <i>Предузетнички живот као одговор на економску стагнацију</i>	
Schumpeterian growth theory: <i>Entrepreneurship – a response to the economic downturn</i> .....	219
<i>George W. Kester, Goran Radivojac</i>	
Савремена парадигма задужевања као лекција научена током глобалне финансијске кризе	
The modern paradigm of borrowing as a lesson learned during the global financial crisis .....	239
<i>Џафер Алибеџовић</i>	
Утицај показатеља пословање компанија на цијене акција на берзама у Босни и Херцеговини	
Impact of Business Performance Indicators on Share Prices	
on Stock Exchanges in Bosnia and Herzegovina.....	253
<i>Биљана Рондовић, Саша Вујошевић, Зденка Драјашевић</i>	
Препоруке за бржи развој електронског банкарства у делу електронских плаћања у Црној Гори	
Recommendations for the faster development of e-banking in the area of electronic payments	
in Montenegro .....	271
<i>Душко Даничић, Данка Панић</i>	
Циљеви и обим концентрације власништва у акционарским друштвима у Републици Српској	
Objectives and scope of ownership concentration in listed companies in Republic of Srpska ....	289
<i>Јелена Тешић</i>	
Отвореност и конкурентност малих транзиционих привреда	
Openness to trade and competitiveness of small transitional economies .....	317
<i>Бранка Тојић-Павковић</i>	
Анализа степена испуњености Мастрихтских критеријума конвергенције	
у Босни и Херцеговини	
The analysis of the Bosnia and Herzegovina's level of compliance with the Maastricht	
convergence criteria .....	337
<i>Љиљана Танасић</i>	
Леан концепт пословања – пут за излазак домаћих предузећа на глобално тржиште	
Lean business concept - a way to access domestic companies in global markets.....	363

---

## **ИЗВОРНИ НАУЧНИ ЧЛАНЦИ**

---





*Рајко Томаш<sup>1</sup>*

## **Негативна селекција и морални хазард као узрочници неефикасне транзиције и склоности ка кризи у Босни и Херцеговини**

## **Negative selection and moral hazard as causes to inefficient transition and tendency towards crisis in Bosnia and Herzegovina**

### **Резиме**

*Босна и Херцеговина (БиХ) се суочава са посљедицама неефикасне транзиције (1), стирајешкој концентрисања економској развоја у великим земљама на штењу малих земаља (2) и економске кризе (3). У овом раду анализирају се узроци и посљедице неефикасне транзиције у БиХ и могућности спровођења реформи којима би се они отклонили и ојачале претпоставке за излазак из економске кризе.*

*Основни узроци неефикасне транзиције су неативна селекција инвеститора у процесу приватизације и морални хазард у пословању приватизованих предузећа. Друштвени капитал постао је власништво оних који имају новац, а не оних који ће га ефикасно користићи. Умјесто приватизације која обезбјеђује јединство приватној предузетништва и ризика, дошло је до шајкунизације значајној дијела привреде, односно до стицања приватној дојаштва уз помоћ државе и на штењу државе, а не на основу конкуренцији на тржишту.*

*Терет кризе у БиХ усмјерио се у два најосјетљивија правца: на неконкурентну привреду и на сиромашно становништво. Стирајешкој изласка из*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, rajko.tomas@efbl.org

кризе дјелује парадоксално: од привреде, оштерећене неадекватном селекцијом и моралним хазардом, очекује се да остану конкурентнија, а од запослених да буду продуктивнији уз реално мању плату.

Да би ублажила последице економске кризе, БиХ се прво мора суочити са неефикасном транзицијом и увести реформе којима ће оклонити неправилности у транзицији. Економски и правни систем требају обезбијетити да неискористиви облици држања и употребе ресурса пропадају и да се замјењују ефикаснијим. Ефикасна употреба ресурса најбоље штити ресурсе, повећавајући њихову цијену и укључујући друштвено бољештество. То вреди и за рад. Висока продуктивност рада најбоље штити права радника. Држава не треба штитити власнике ресурса од тржишне принуде, него ресурсе од нетржишне употребе.

**Кључне ријечи:** транзиција, неадекватна селекција, морални хазар, асиметричне информације, економске реформе.

## Summary

Bosnia and Herzegovina (BiH) is facing the consequences of inefficient transition (1), strategic concentration of economic development in large countries to detriment of the small ones (2), and economic crisis (3). This paper analyses the causes and the consequences of inefficient transition in BiH, and the opportunities for implementing reforms to eliminate the afore said, as well as for reinforcing the preconditions for getting out of the economic crisis.

Elementary reasons to inefficient transition include negative selection of investors throughout privatisation process, and the moral hazard in the operations of privatised companies. Public capital became the property of those who have the money, and not those who would most efficiently use it. Instead of a privatisation, which provides for unity of private entrepreneurship and risk, we have witnessed the tycoons taking over significant part of the economy, accumulating private wealth with the help of the state and to its detriment, leaving aside the market competitiveness.

The burden of crisis in BiH has targeted the two most delicate tiers: uncompetitive economy and poor population. The strategy for getting out of the crisis seems paradoxical: it is expected that the economy, burdened by negative selection and moral hazard, would become more competitive, and the employees more productive with, realistically speaking, lower wages.

To mitigate the consequences of the economic crisis, BiH must, firstly, face the inefficient transition and implement reforms to eliminate irregularities of the transition process. Economic and legal systems should enable for the non-profitable forms of keeping and use of resources to go to ruin and be replaced by more efficient ones.

*Efficient use of resources is the best tool to protect the very resources; it increases the price thereof as well as the total public wealth. The same applies to labour. High labour productivity best protects the workers' rights. The state should not be protecting the proprietors of resources against the market forces, but rather the resources against nonmarket use.*

**Keywords:** *transition, negative selection, moral hazard, asymmetric information, economic reforms*

## **1. Економска криза у условима глобализације као лош амбијент за мале земље**

До издијања посљедње економске кризе ширих размјера основу стратегије развоја малих земаља<sup>2</sup> чинила је производња за извоз. На таквој стратешкој основи мале земље су лако обезбјеђивале релативно велике иностране инвестиције које су, у условима глобалног просперитета, врло брзо мијењале економску и социјалну структуру малих земаља. Економије малих земаља су својом понудом подржавале раст мултинационалних компанија и растућу потрошњу у свијету. До појаве кризе све је изгледало хармонично: мале земље су се развијале, обезбјеђујући великим компанијама да у условима коњунктуре очувају стабилност цијена фактора производње (Томаш 2012). Међутим, са ширењем економске кризе у свијету показало се да су мале земље врло осјетљиве на кризу<sup>3</sup>. Релативно мала смањења прилива иностраног капитала<sup>4</sup> или смањења извоза имала су за посљедицу велике поремећаје на финансијском тржишту, тржишту рада и опадању ефикасности пословања, а достигнути ниво јавне потрошње и социјалне сигурности становништва постао је неодржив. Такође, економски најмоћније земље свијета (G 20) врше притисак на мале земље да укину пореске олакшице, на чему се протеклих деценија темељила стратегија привлачења страних

<sup>2</sup> Под „малом земљом” у овом раду подразумева се земља до 10 милиона становника у складу са Кузнецовом дефиницијом мале земље (Simon Kuznets, *Economic Growth of Small Nations*, u Austin Robinson, ed. (1960), *The Economic Consequences of the Size of Nations*, New York, St. Martin's Press). У оквиру Комонвелта под малом земљом се подразумева земља са мање од 1,5 милиона становника (*A Future for Small States: Overcoming Vulnerability*, Commonwealth Advisory Group, 1997).

<sup>3</sup> У 2010. години, у Ирској су улагања у основна средства смањена за 49% у односу на 2005. годину, а за 25% у односу на 2009. годину. Крајем 2010. године GDP Ирске био је на нивоу GDP из 2004. године. (Извор: *Statistical Yearbook of Ireland 2011*, Central Statistics Office Ireland, стр. 126. и 137).

<sup>4</sup> Према подацима Свјетске банке, прилив капитала у земље у развоју износио је око 727 милијарди долара у 2008. години, док је годину дана раније износио 1157,7 милијарди долара (Извор: World Bank *Global Development Finance* (2009), table 2.1, p. 40.)

инвестиција<sup>5</sup>. Искуства борбе против посљедица кризе наговјештавају ревидирање стратешких приступа развоју и великих и малих земаља, али и мултинационалних компанија. Како примјећује *Financial Times*: „Велике земље су опет у моди”<sup>6</sup>. У новим околностима, када се у развијеним земљама проводе стабилизационе мјере углавном ослоњене на смањење потрошње, за мултинационалне компаније постају посебно интересантне земље са потенцијално великом тражњом као што су Кина, Индија, Бразил и Русија<sup>7</sup>. Велике компаније више не траже кооперанте који ће само повољно моћи производити, него траже велика тржишта на којима ће моћи продавати. Да би на тим тржиштима могли продавати, истовремено морају подићи тражњу становништва, а то је једино могуће ако запосле становништво. Због тога ће у наредним деценијама бити олакшан развој великих земаља чије су економије у експанзији. Истовремено, мале земље ће губити на атрактивности за страна улагања, јер ће инвеститорима моћи понудити све мање олакшица уз ограничено тржиште и лимитирано смањење цијена домаћих ресурса. Посебно ће бити неизвјесан развој малих неразвијених и земаља у развоју<sup>8</sup>, поготово ако су и политички нестабилне. Све већи број фактора који утичу на њихов развој све мање ће бити под њиховом контролом. Заједничко је за све земље у развоју да је њихов економски и социјални развој зависан од страних инвестиција и могућности извоза, затим да имају релативно велике дефиците платног биланса, високу стопу незапослености и, често, буџетски дефицит (Velde 2008). Свака од ових карактеристика повећава ризик погоршања социјалног и економског стања у условима развоја кризе у окружењу. Стратешки заокрет инвеститора из развијених земаља

<sup>5</sup> На Лондонском самиту, 2. априла 2009. године, G20 је донио одлуку да ће предузети одговарајуће акције према земљама које не примјењују међународне стандарде опорезивања. На основу тога, OECD је објавио „црну листу” земаља (45 земаља) које недоследно проводе пореске прописе OECD. На листи су се нашле Костарика, Малезија, Филипини, Уругвај, које никад нису прихватиле стандарде OECD, али и Аустрија, Монако, Лихтенштајн, Холандија, Швајцарска, Луксембург и Белгија које су се обавезале да ће проводити прописе OECD али су у томе биле недоследне. (Извор: *A Progress Report on the Jurisdiction Surveyed by the OECD Global Forum in Implementing the Internationally Agreed Tax Standard*, 2th April 2009)

<sup>6</sup> *Financial Times*, 20. October 2009.

<sup>7</sup> Индекс повјерења за 2012. годину (*The 2012 A.T. Kearney FDI Confidence Index*<sup>®</sup>) показује да страни инвеститори имају највеће повјерење у наведене земље. На скали од 0 до 3, Кина има највећу вриједност индекса 1,87. Она већ низ година улијева највеће повјерење страним инвеститорима. Последњих година, поготово од почетка глобалне економске кризе, нагло јача повјерење инвеститора у Индију (1,73) и Бразил (1,6). У 2007. години Индија је била на петом, а Бразил на шестом мјесту повјерења страних инвеститора. (Извор: *Cautious Investors Feed a Tentative Recovery, The 2012 A.T. Kearney FDI Confidence Index*<sup>®</sup>, Figure 1)

<sup>8</sup> Према подацима Међународног трговинског центра, у првих шест мјесеци 2009. године приход од извоза у 49 најсиромашнијих земаља свијета смањен је за 43,8%. (Извор: *Least Developed Countries Suffer Most From Global Trade Slump*, International Trade Centre, Geneva, 6. 10. 2009, p. 1.)

према великим земљама у експанзији, као најкраћи пут за опоравак властитих економија, оставиће дубок траг у економском и политичком развоју малих земаља. Малим земљама биће омогућен развој само ако достигну виши ниво конкурентности, што ће, с обзиром на величину домаћег тржишта, обим инвестиција, развијеност науке и иновација, бити тешко остварити. У таквим околностима, прилагођавање преко тржишта ресурса и умањење националног суверенитета кроз прихватање глобалних економских и политичких стандарда биће основна стратегија за развој и опстанак малих земаља. Такав облик прилагођавања новонасталим околностима подразумева ниже цијене фактора производње, укључујући и нижу цијену рада или високу продуктивност рада. Дакле, на будућност, економску и политичку, малих земаља све више утицаја имаће економски, а све мање политички фактори. Због тога, основна стратегија опстанка, развоја и изласка из кризе малих земаља треба бити подизање продуктивности рада. Истина, то је врло комплексан задатак и подразумева стратегију потпуног преуређења коришћења расположивих ресурса.

## 2. Димензије неефикасне транзиције у Босни и Херцеговини

Босна и Херцеговина има, нажалост, сва лоша обиљежја малих земаља. Ефикасност употребе расположивих ресурса је на изузетно ниском нивоу, а општи пословни амбијент је нестимулативан за прилив иностраних инвестиција и трансвер модерне технологије, без чега је раст конкурентности неостварив. БиХ је једна од ријетких земаља у транзицији која још увијек није достигла реални ниво GDP из 1990. године<sup>9</sup>. Нето цијена рада<sup>10</sup> је ниска и нестимулативна за раст продуктивности рада али је, релативно високим стопама пореза и доприноса на плату,<sup>11</sup> вјештачки дигнута на виши ниво у односу на понуду и тражњу рада на тржишту, тако да је рад релативно скуп за инвеститоре. Незапосленост је велика,<sup>12</sup> али са малим утицајем на цијену рада и конкуренцију запослених и незапослених. Плате, иако ниске, због механизма социјалног притиска, расту брже од продуктивности рада. Због ниског кредитног рејтинга земље, реална каматна стопа на кредите је

<sup>9</sup> IMF - World Economic Outlook, October 2010, United Nations Statistics Division - National Accounts Statistics database. GDP БиХ из 2011. године представља око 80% GDP СР БиХ исказаног у цијенама из 1990. године.

<sup>10</sup> Просјечна исплаћена нето плата у БиХ у децембру 2011. године износила је 828 КМ (423 евра) (Извор: Агенција за статистику БиХ, Саопштење, бр. 12, 17. 02. 2012. године).

<sup>11</sup> У Федерацији БиХ укупна стопа доприноса на бруто плату износи 41,5%, а у Републици Српској 33%.

<sup>12</sup> У децембру 2011. број незапослених лица у БиХ износио је 536.728. У новембру 2011. године стопа незапослености у БиХ, по ИЛО дефиницији, износила је 27,6%. (Извор: Анкета о радној снази, тематски билтен бр. 10, Агенција за статистику БиХ, стр. 25 ).

већа него у евро зони, осигурања кредита су често ригорознија, а процедуре задуживања компликованије... Цијене и трошкови пословања у БиХ брже расту него у евро зони, мада је конвертибилна марка фиксно везана за евро.<sup>13</sup> Централна банка БиХ функционише као монетарни одбор (currency board)<sup>14</sup>, обезбјеђујући стабилне цијене, али, у условима високог и континуираног дефицита платног биланса, реални девизни курс домаће валуте је прецијењен и дестимулише извоз, а стимулише увоз. Дефицит трговинског биланса има високо учешће у GDP<sup>15</sup>, чиме социјална и економска одрживост постаје све више зависна од увоза. Дефицит текућег рачуна платног биланса је велики<sup>16</sup>. Стопа сиромаштва је једна од највиших у Југоисточној Европи,<sup>17</sup> а шансе за излазак из сиромаштва су врло мале. Куповна моћ становништва у БиХ представља тек око 30% од просјека Европске уније<sup>18</sup>. Јавна потрошња има високо учешће у GDP.<sup>19</sup> Јавни дуг убрзано расте<sup>20</sup>. Нето директне стране инвестиције у БиХ континуирано опадају<sup>21</sup>, утичући на смањење потрошње. На 100 запослених радника долази 90 пензионера и 77 незапослених лица. GDP per capita 2011. године износио је 3392 евра и по

<sup>13</sup> Годишња стопа инфлације у БиХ у 2011. години била је 3,1%, а у евро зони 2,7%. (Извор: Саопштење Агенције за статистику БиХ, бр. 12, 25.01. 2012 и Euroindicators 30/2012, Eurostat, 29. February 2012).

<sup>14</sup> Домаћа валута „конвертибилна марка” везана је законски за евро фиксним курсом: 1 евро = 1,95583 конвертибилних марака.

<sup>15</sup> Висок дефицит трговинског биланса одржава се у читавом периоду самосталности БиХ. Крајем 2011. године дефицит трговинског биланса износио је – 7,3 милијарди КМ или око 28,9% GDP, мада је због пада потрошње дошло до контракције увоза. (Извор: Статистика робне размјене са иностранством, Саопштење бр. 12, 25.01.2012, Агенција за статистику БиХ).

<sup>16</sup> Због смањења увоза и потрошње под утицајем кризе релативни значај дефицита текућег рачуна опада. У 2008. години дефицит текућег рачуна представљао је 14,4% GDP, а 2011. године око 5,5% (*IMF Country Report No. 10/348*).

<sup>17</sup> Службене процјене размјера сиромаштва у БиХ не постоје. Према процјенама Свјетске банке за 2011. годину, у БиХ 18% становништва се налази испод границе сиромаштва (мање од 2,5 \$US дневно), а чак 48% становника је на граници сиромаштва (између 2,5 и 5 \$US дневно).

<sup>18</sup> *Босна и Херцеговина у бројевима 2011*, Агенција за статистику БиХ, стр. 25. Наведени податак односи се на 2010. годину. Исте године, од свих земаља Југоисточне Европе само је Албанија имала нижу куповну моћ становништва (29% европског просјека).

<sup>19</sup> Консолидовани јавни расходи БиХ представљају у просјеку око 50% бруто домаћег производа у периоду од 2008-2011. године. По налазима ММФ буџет опште владе БиХ остварио је у 2011. години дефицит од око 4,5% домаћег бруто производа (*IMF Country Report No. 10/348*).

<sup>20</sup> По процјени ММФ, јавни дуг БиХ у 2012. години достићи ће 60% GDP, док је 2008. године износио 48%. (*IMF Country Report No. 10/348*).

<sup>21</sup> Вриједност нето директних страних инвестиција у БиХ износила је 12,94% GDP из 2007. године, да би у 2010. години пала на свега 0,1% GDP (*Financial Sector Benchmarking System, Bosnia and Herzegovina High Level Financial Sector Overview, Partners for Financial Stability, October 2011*).

паритету куповне моћи је најмањи у Југоисточној Европи. Конкурентност предузећа додатно је умањена наметнутим рецидивима социјалистичке социјалне политике која је задржана у току и после транзиције.

Правна држава је неспособна и неодлучна да заштити пословање, тако да је перцепција ризика, корупције, криминала и сиве економије изузетно висока. У БиХ готово и не постоји аутентична реформа коју су покренуле и провеле власти БиХ. Међународна заједница држи огроман, ако не и одлучујући, утицај на политичка и економска питања у БиХ (Donais and Pickel, 2003:6). Углавном, реформе, па чак и оне које представљају испуњавање услова за придруживање ЦЕФТА, ЕУ и НАТО-у, иницирају, воде и финансирају различите међународне организације.

БиХ је имала један од релативно најскупљих транзиционих процеса али, по оцјени релевантних међународних институција, достигнути ниво реформисаности економије и друштва још увијек није задовољавајући да би се могло говорити о успјешној транзицији. По лакоћи обављања пословања БиХ је у 2012. години рангирана на 125 мјесто од 183 земље (WB&IFC, 2011). Према вриједности индекса економске слободе за 2012. годину БиХ је на 104 мјесту од 184 земље и спада у групу земаља са претежно ограниченом економском слободом (The Heritage Foundation, 2011). За 2011-2012. БиХ је по индексу глобалне конкурентности сврстана на 100 мјесто од 142 земље (World Economic Forum, 2011). Крајем 2011. године, међународна агенција Standard & Poor's снизила је БиХ суверени кредитни рејтинг са „Б+“ на „Б“ на посматрању - негативно. БиХ посједује и кредитни рејтинг „Б2“ са негативним изгледима, који јој је додијелила агенција Moody's Investors Service<sup>22</sup>. Од 183 анализираних земље, БиХ је на 91 мјесту по вриједности индекса перцепције корупције (Transparency International's, 2011) и већ годинама је земља са највећом перцепцијом корупције у Југоисточној Европи.

Готово поражавајући резултати транзиције у БиХ (1), потпуна промјена глобалне стратешке основе економског развоја малих земаља (2), те ширење економске кризе (3), поново отварају кључна питања транзиције у БиХ и стратешке оријентације економског развоја. Такав приступ је нужност, јер ако прихватимо да је транзиција завршена са датим карактеристикама, те да је то задата тачка од које морамо поћи у рјешавању кризе, ући ћемо у нову фазу волунтаризма у којој ћемо кризом оправдавати све промашаје у транзицији и у којој ћемо трошити јавни новац за спасавање лоших предузетничких идеја и неефикасног управљања ресурсима.

<sup>22</sup> Према саопштењу Централне банке БиХ. Поређењем извјештаја истих агенција о кредитном рејтингу земаља Југоисточне Европе лако је уочити да тренутно БиХ има најлошији кредитни рејтинг.

### 3. Транзиција као посљедица социјалистичког парадокса

Од почетка транзиције у БиХ до данас шири се увјерење да је политичка нестабилност земље главни узрочник неуспјешне транзиције. Међутим, покушаји озбиљних интервенција у рјешавање политичких спорова од стране ОХР, почевши од наметања закона до смјењивања легално изабраних функционера, нису дали никакве резултате у побољшању ефикасности транзиције. Такође, успостављање нових институција, избор нових људи и успостављање дијалога и консензуса о одређеним спорним политичким темама није имало значајнијег утицаја на побољшање економског стања у земљи. То је разлог због кога истраживање узрока неефикасне транзиције у БиХ не треба тражити искључиво у домену политике, него се усмјерити и на основна системска рјешења друштвених и економских односа. Да бисмо пронашли кључне узрочнике неефикасне транзиције, морамо упознати суштину противрјечности које су покренуле транзицију.

Спорови о ефикасности или неефикасности употребе ресурса у капитализму и социјализму оставили су дубок траг у економској литератури.<sup>23</sup> Двадесетих година прошлог вијека Мисес (Mises 1920, 1951) је указао на нешто што ће осамдесетих година прошлог вијека постати велики социјалистички парадокс: национализацијом средстава за производњу социјалистичка друштва настојала су, поред остваривања идеолошких циљева, да отклоне нерационалну употребу ресурса, сматрајући да је приватна својина на средствима за производњу везана за стихијско алоцирање ресурса које доводи до економских криза. Централизовано планирање требало је да означи крајње рационално управљање ресурсима и да има за посљедицу елиминисање свих нерационалности капиталистичког система, односно очекивало се да ће социјалистичка привреда, лишена приватног предузетништва и тржишне алокације, остварити до тада невиђену ефикасност. Мисес је упозоравао да ће такав систем бити лишен сваког економског резона, тако да ће државно предузетништво, уведено у име економске ефикасности, завршити потпуним неуспјехом.

Велика „дебата о социјалистичком рачуну” спонтано је завршена пропадањем социјализма. Идеолошко пропадање комунистичке идеје у великом дијелу социјалистичких земаља узроковано је крахом социјалистичке економије. Само снажна економска и социјална криза могла је принудити комунистичке власти да одустану од колективне својине. Тиме је закљу-

<sup>23</sup> У литератури је позната вишедеценијска „дебата о социјалистичком рачуну” коју је 1920. године започео Ludwig von Mises дјелом: „*Die Wirtschaftsrechnung im sozialistischen Gemeinwesen*” in the Archiv für Sozialwissenschaften, vol. 47 (1920). Овдје коришћен енглески превод „*Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*” у издању Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 1990, репринт издање из 2012.



чен један од највећих друштвених парадокса: социјалистичке земље су, због неефикасности државног предузетништва, одлучиле да приватизују друштвени капитал који су национализовале управо да би повећале његову ефикасност употребе путем државног предузетништва.

Настанак цикличних криза у капитализму, али и нужност приватизације са којом се суочио социјализам, потврђују да ни у једном случају алокација ресурса није ефикасна, односно да није достигнут потребни ниво слободе приступа ресурсима. Истина, капиталистички начин алокације одвија се под неупоредиво снажнијим дејством економске принуде, што има за посљедицу вишу ефикасност. Банкротство предузећа у капитализму не показује да у том систему производње има вишка ресурса, него, напротив, да алокација оскудних ресурса није извршена у складу са потпуном слободом приступа ресурсима. Различита тржишта не дјелују савршено на информације са других тржишта, тржишна структура није савршена, а разлике у стопима приноса на различите облике имовине не доводе до промтних арбитража. Такође, улога државе у алокацији ресурса није безначајна. Све су то разлози због којих не можемо говорити о савршеној алокацији ресурса и у условима слободног предузетништва у капитализму. Нужност рационалне употребе ограничених ресурса је универзална законитост живота на планети Земљи. Она је вриједјела прије настанка идеја о капитализму и комунизму, а вриједиће и после њих, ако са неким од њих не завршава историја људског друштва!?

#### **4. Приватизација, асиметричне информације и ослобађање ресурсе**

Еефикасност државног предузетништва наметнула је нужност приватизације друштвеног капитала. Да би приватизација повећала ефикасност употребе ресурса није довољна само формално-правна промјена власништва над капиталом, него успостављање слободног приступа ресурсима и симетричних информација о ресурсима. Са тог аспекта, приватизација је почетак процеса укидања потпуне асиметричности информација својствене државном предузетништву. Међутим, она, сама по себи, не значи обезбјеђење симетричних информација. Приватизација није подређена стварању симетричних информација о ресурсима, нити се она одвија у условима потпуне симетричности информација. У предприватизационом периоду, држава као власник друштвеног капитала доноси одлуку о приватизацији као промјени својинских односа, одређује правила приватизације, даје овлашћења институцијама које воде приватизацију, одређује почетну цијену и, на крају, доноси одлуку да ли је неки капитал приватизован или не.

Ово је типичан примјер асиметричних информација. Према томе, процес приватизације започиње асиметричним информацијама и може створити више или мање слободног приступа ресурсима. Све зависи од знања, способности и добронамјерности власти која проводи приватизацију. Дакле, у општем смислу, приватизација смањује асиметричност информација о ресурсима и ствара претпоставке за њихово ослобађање. Међутим, различитим изборима које има држава приликом вођења приватизације, стварају се претпоставке да свака појединачна приватизација, од земље до земље, представља посебан примјер смањења асиметричности информација о ресурсима, односно посебан примјер ослобађања ресурса.

Рационалније коришћење ресурса којима располажемо може значајно побољшати све аспекте живота. Да бисмо то постигли, морамо створити амбијент у коме се ресурси могу рационалније користити. Садашње стање у економији и друштву БиХ далеко је од тога. Економисти би кратко дијагнозирали: Паретова неефикасност. Дакле, производимо мање од наших стварних производних могућности и живимо лошије него што бисмо морали. Шта нас спречава да побољшамо укупно стање у друштву, а да нас то ништа не кошта?

Многе реформе које су до сада проведене нису у потпуности ослободиле ресурсе и подстакле предузетништво. Формално је успостављена доминација приватног власништва у предузећима, али су изостали оштри селективни механизми које подразумева слободно тржиште, тако да је ефикасност употребе ресурса у низу дјелатности лошија него прије приватизације. У тржишним условима, власништво је неодрживо без ефикасне употребе ресурса. Власништво над капиталом се одржава и штити ефикасном употребом. Оног момента када власник својим начином коришћења капитала почиње угрожавати пословне партнере и пословно окружење, економска принуда дјелује ка „развлашћењу” таквог власника капитала. Тај механизам селекције и замјене власника капитала („позитивна селекција”) према ефикасности његове употребе најснажније доприноси ослобађању ресурса. Међутим, он у БиХ није успостављен.

## **5. Приватизација и негативна селекција**

Приватизација какву су проводиле земље у транзицији, углавном је, примјер асиметричних информација. Држава као власник и организатор процеса приватизације капитала проводила је приватизацију под притиском тешких социјалних и економских проблема. Формално, у свим документима везаним за приватизацију подизање ефикасности употребе ресурса представља основни циљ. Сам формално-правни чин преласка

власништва над капиталом из државне у приватну својину не повећава ефикасност употребе. За ефикаснију употребу потребно је супериорније предузетништво, али и низ другачијих детерминанти пословног окружења. Не имајући избора, а често и не трагајући за избором, под притиском социјалних и економских проблема, држава је друштвени капитал уступала онима који су имали новац. С економског аспекта то је и нормално, јер би у условима конкуренције новцем намијењеним инвестицијама требали управљати они који су у томе најуспјешнији. Међутим, у нашим условима, концентрација слободног новца у рукама одређених слојева није настала као посљедица конкурентске предности на тржишту. Низ друштвених околности, укључујући и рат, омогућио је концентрацију новца у рукама релативно малог броја људи на нетранспарентан начин или на начин непримјерен друштвеним околностима у којима су се налазили припадници исте заједнице. Новац стечен по ратним правилима пословања и привилегијама одређеног режима није облик концентрације капитала који гарантује повећање ефикасности употребе ресурса оног момента када се тај новац употреби за приватизацију друштвеног капитала. Допуштајући да такав новац буде средство плаћања у приватизацији, као и прећутна сагласност да такав новац буде основа провођења разних квазитржишних трикова с циљем обарања цијене друштвеног капитала (нпр. откуп старе девизне штедње, откуп ваучера), држава се определијелила за негативну селекцију у провођењу процеса приватизације. Новац је, без обзира на поријекло, а не ефикасност употребе, постао основа приватизације друштвеног капитала. Дакле, друштвени капитал прелазео је у руке оних који имају новац, а не оних који ће га ефикасно употребљавати.

Негативна селекција у процесу приватизације не исцрпљује се само у давању предности новцу у односу на тржишно верификовану ефикасност употребе ресурса. Само вођење процеса приватизације често је било нетранспарентно и подређено интересима људи са кадровске листе. Многе приватизације којима су обухваћени врло вриједни и тржишно перспективни ресурси проведене су свјесно нетранспарентно. Тиме су умањивани приватизациони приходи државе и смањивана ефикасност употребе друштвеног капитала. Тако је настајао капитализам по мјери политичке власти која води процес приватизације. Промјене својинских односа нису имале никакав утицај на промјене у политичкој свери. Ресурси су постајали власништво политички подобних и економски моћних. Неријетко, они су партиципирали и у власти. Дакле, у великом броју случајева, није тржиште бирало ко ће бити власник ресурса, него је то чинила политика, односно политичко-финансијска олигархија. То је, такође, типичан примјер негативне селекције.

## **6. Приватизација и морални хазард**

Послије извршене приватизације и успостављања контроле над релативно великим дијелом ресурса од стране нових власника, ризик пословања су требали преузети нови власници капитала. Послије приватизације велики број предузећа врло брзо се нашао у тешким условима.

Најчешћи услови при приватизацији предузећа били су (1) задржавање на послу затеченог броја радника и (2) обавеза задржавања затечене дјелатности у неколико наредних година. Тиме је држава настојала да проблем презапослености у приватизованим предузећима са себе пребаци на нове власнике предузећа и да његову ескалацију одгоди за пар година. Међутим, врло брзо се показало да је то лажни алиби за државу. Нови власници предузећа са нагомиланим губицима у приватизованим предузећима, неријетко су обавјештавали државу да ће покренути стечајни поступак у предузећу и отпустити све раднике уколико им држава не помогне. Лако прихваћена обавеза о задржавању свих запослених радника сада је постала предмет уцјењивања државе. Дијелом због притиска социјалних проблема, а дијелом због негативне секције којом је држава провела приватизацију, почели су се чинити уступци приватизованим предузећима на рачун пореских обвезника. Дуговања јавног новца су репрограмирана, често нетранспарентно, закони су се почели примјењивати селективно, дугови предузећа претварати у акције државе, држава је почела куповати ризичне обвезнице приватизованих предузећа, па све до поновне државне куповине приватизованих предузећа, чак и по вишој цијени. Дакле, држава је на терет пореских обвезника преузела велики дио ризика пословања приватизованих предузећа. Нови власници предузећа за пословање предузећа не гарантују својом цјелокупном имовином, него, најчешће, имовином приватизованог предузећа коју олако стављају под хипотеку и задужују предузеће. Неријетки су случајеви да се имовина власника приватизованих предузећа убрзано увећава, док приватизовано предузеће тоне у дугове и стечај. При томе, није забиљежен случај да је поводом стечаја неког приватизованог предузећа проведена истрага о пословању са повезаним лицима и да је имовина власника одузета и укључена у стечајну масу предузећа. Тиме су власници приватизованих предузећа охрабрени да не поклањају потребну пажњу пословању приватизованих предузећа. Њихов мотив пословања се деформише: профит, ако га има, њихов је, а ризик пословања је државни. Приватно власништво над капиталом, а друштвени ризик пословања са приватним капиталом, представља највишу фазу заробљености ресурса из које слиједи најнижи ниво ефикасности њихове употребе. Нажалост, такав амбијент пословања изградила је држава у поступку приватизације. То је типичан примјер моралног хазарда. Морални хазард ограничава тржишну принуду

и деформише селективну функцију тржишта. Исказан у описаној форми, морални хазард ограничава слободан приступ ресурсима и умањује укупну ефикасност њихове употребе. Његова тежина по ефикасност употребе ресурса тиме је већа што иза њега стоји држава.

## 7. Негативна селекција и морални хазард на тржишту рада

Опредјељење за економску транзицију означило је одвијање два, до тада, неспојива процеса са социјализмом југословенског типа: (1) „првобитне акумулације капитала” и (2) „пролетеризације самоуправљача” (Томаш 1993). Из данашње перспективе, може се оцијенити да је економска транзиција, мада наметнута као нужност, добила политичку подршку јавности тог времена на основу илузије да се проблем промјене власништва и успостављања тржишног начина коришћења свих ресурса може провести без успостављања капитализма, укључујући и пролетеризацију дојучерашњих самоуправљача. Ослобађајући се од илузије о лакој уласку у свијет капиталиста, велики број људи у протеклих 20-так година суочава се са губитком социјалних и економских права која су имали у социјализму и покушава да бар дио тога задржи. Из тога настаје снажан социјални притисак на власти да се заштите радничка права и спријечи отпуштање радника после приватизације. Тако је и рад постао заробљени ресурс.

Приватизована предузећа постала су нефлексибилна у прилагођавању запослености. Одржавање броја запослених радника из социјалистичког периода, велики број права која су социјалног карактера и снажна правна заштита запослених, постале су препреке утицају тржишта рада на обим и структуру запосленог рада у предузећу. Ограничено дјеловање селективности тржишта на обликовање структуре и обима запослених у предузећу означило је продужавање периода негативне селекције запослених и моралног хазарда. Дакле, знање, искуство, иновативност, продуктивност, моралност и слично нису постали инструменти конкуренције на тржишту рада. Такво стање у предузећима рефлектовало је искривљене информације на систем образовања, друштвени систем вриједности и морал људи. Сваки систем се репродукује према принципима система вриједности који је створио. Негативна селекција на тржишту рада, прихваћена на почетку транзиције као социјални уступак и облик политичког подилажења власти запосленим, логично је имала за посљедицу релативно скуп рад у условима високе незапослености, дубоку кризу образовања, моралну хипокризију друштва, широко распрострањену корупцију, сиву економију и криминал. Захваљујући негативној селекцији и моралном хазарду на тржишту рада, страни инвеститори нису показали велики интерес за ово подручје, а кон-

курентност домаћих предузећа остала је на ниском нивоу. Ограничавање тржишне селекције запослених створило им је лажну социјалну сигурност. У условима либерализације тржишта робе, неконкурентна предузећа нису могла опстати ни на домаћем тржишту, а инострано им је било недостижно. У таквим условима, пропадање великог броја приватизованих предузећа била је неминовност.

Нови власници предузећа, одабрани негативном селекцијом, нису били досљедни у борби за успостављање тржишта рада. Они који су одабрани негативном селекцијом опстају у амбијенту моралног хазарда. Умјесто да захтијевају од власти да проводе реформе које ће омогућити већу конкурентност домаћих предузећа, укључујући и реформу тржишта рада, нови власници предузећа почели су уцјењивати државу отпуштањем радника и погоршањем социјалног стања. Запослени радници постајали су гаранција опстанка предузећа, али и више од тога. Много је примјера гдје су приватизована предузећа доведена на ивицу пропадања захваљујући начину пословања са повезаним лицима, која често запошљавају врло мали број радника и остварују висок профит. И поред извршене приватизације, подручје ризика у приватизованим предузећима остало је у великом броју случајева у домену државе, а подручје добити у приватном домену. Умјесто приватизације која обезбјеђује јединство приватног предузетништва и ризика, дошло је до тајкунизације значајног дијела привреде, односно до стицања приватног богатства уз помоћ државе и на штету државе, а не на основу конкурентности на тржишту. Такав начин концентрисања економске моћи вршио је снажан притисак на девастацију система вриједности и морала. Бизнису који буја у сивој зони били су потребни корумпирани политичари и институције. С промјеном власништва над државним капиталом, одвијао се и процес промјене политичке структуре друштва. Чести су примјери концентрисања економске и политичке моћи у рукама истих људи или исте групе људи, чиме су стваране олигархијске структуре. Олигархијске структуре са снажном економском и политичком моћи својим дјеловањем парализују и државу и тржиште. Нечињење државе, негативна селекција инвеститора, негативна селекција запослених и морални хазард, као амбијент који штити успостављено стање од прогресивне промјене, представљају погубно окружење за транзицију. Негативно селектовани предузетници и негативно селектовани радници су субјекти квазитранзиције и представљају симбиозу на којој је немогуће изградити ефикасно друштво.

## 8. Неуспјешна транзиција као подлога свих облика кризе

Вашингтонски консензус,<sup>24</sup> који је један од извора Дејтонског споразума, означио је тријумф западног неолиберализма над социјалистичком доктрином и био својеврстан путоказ посрнулим социјалистичким друштвима у вођењу транзиције, било да су његове принципе добровољно прихватала или су им наметани и условљавани економском помоћи западних земаља.

Свјетска банка и ММФ, као главни промотори Вашингтонског консензуса у земљама транзиције, предлагали су структурне промјене полазећи од претпоставке да су западни модели тржишне економије и демократије оптимални, те да се они међусобно допуњују (Paris, 1997:62). Прва искуства са транзицијом у БиХ показала су да је понуђени модел економске транзиције изведен из неолибералне идеологије агресивног капитализма (Pugh 2005). Стратези Свјетске банке и ММФ су вјеровали да БиХ вапи за тржишном економијом, те да ће слободно предузетништво врло брзо у њој ублажити већину социјалних и развојних проблема. Међутим, иако се, у теоријском смислу, принципима Вашингтонског консензуса не може много приговорити, практична искуства њихове примјене у БиХ показала су да се незапосленост повећава и проширује сиромаштво, те да долази до дезиндустријализације и успоравања развоја. Очекивало се да ће спонтане тржишне тенденције довести до промјена привредне структуре, усвајања нове технологије, промјене предузетничког концепта и повећања конкурентности домаћих предузећа. Међутим, неефикасна приватизација, неосмишљен и слабо вођен систем страних инвестиција, недефинисан економски систем, неадекватна спољнотрговинска политика, политичка нестабилност, криминал и корупција, те недостатак визије развоја довели су до колапса читавих области производње. Спонтано структурно прилагођавање показало се као најскупљи облик прилагођавања са тешким посљедицама у социјалној и политичкој сфери. О томе се не говори у Вашингтонском консензусу. Он то подразумијева. То је цијена коју морају платити земље у транзицији, а не творци Вашингтонског консензуса. Сви економски, социјални и политички ломови у земљама у транзицији показују да принципи Вашингтонског кон-

<sup>24</sup> Вашингтонски консензус је назив за 10 неолибералних принципа које су 1989. године прихватиле и проводиле у задњих 20-так година САД, Канада, Латинска Америка и Европа. Кина и Индија нису подржале Вашингтонски консензус, мада су кроз укидање царинских баријера имале велику корист од њега. Земље Латинске Америке су у првим годинама 21. вијека прећутно напустиле принципе Вашингтонског консензуса. Послије избијања економске кризе 2008. године, многи потези твораца Вашингтонског консензуса супротни су његовим принципима, тако да је данас неизвјесно да ли он још увијек вриједи. Међутим, судећи по економским политикама бивших социјалистичких земаља и лакоћи са којом прихватају препоруке ММФ при задуживању, у овим земљама исправност принципа Вашингтонског консензуса се не доводи у сумњу.

сензуса дјелују на разарање старе друштвене структуре. То је цијена којом се плаћа промјена начина употребе ресурса, односно њихово излагање утицају глобалног тржишта. Колико ће транзициона рецесија трајати и какве ће економске, социјалне и политичке посљедице донијети земљама у транзицији то су питања којима се морају бавити власти земаља у транзицији. Наравно, осмишљен и добро вођен систем транзиције може значајно смањити ту цијену и скратити вријеме транзиционе рецесије. Нажалост, БиХ није земља која је у томе успјела.

Због специфичног распада СФРЈ, али и политичког инжењеринга западних земаља, у БиХ је током транзиције била повећана улога међународних институција, укључујући и војне и полицијске снаге. Такође, евро-атланске интеграције неријетко су прихватане као стратегија без алтернативе. Међутим, евро-атланске интеграције подразумијевају испуњавање врло захтјевних услова. Због тога су власти настојале да проводе реформе и да их обликују према захтјевима европских и међународних институција. У таквим околностима, изабрани политички лидери осјећали су већу одговорност према европским и међународним институцијама него према грађанима који су их бирали. Тако се у политичком систему успостављао посебан облик моралног хазарда. Власт се осјећала успјешном и заштићеном ако су њеним понашањем биле задовољне међународне и европске институције. Домаће институције су често формално и површно приступале реформама. Оне су најчешће реформисале систем само у мјери у којој су непосредно изнесени захтјеви међународне заједнице. Врло често, због таквог приступа, у низу области систем је продужио да функционише на стари начин. Реформе које нису биле израз аутентичних потреба предузетника и грађана, него форма, нису побуђивале посебан интерес инвеститора, а поготово не страних.

У току рата и у послеријатном периоду подручје БиХ било је погодно за нелегалну трговину. Ратни амбијент био је, у великом броју случајева, окружење за првобитну акумулацију капитала кроз коју се конституисао слој „националних бизнисмена” који су постајали нека врста „хероја” јер су у ратним околностима и у условима међународних санкција успијевали да обезбједе посао и снабдијевање тржишта. Наравно, цијене су биле неколико пута веће од уобичајених тржишних цијена. Ратни предузетници су се добро прилагодили у постратном периоду (Pugh&Cooper, 2004:146). Они су постали спонзори, донатори и „доброчинитељи” многих институција, укључујући и политичке партије. Живот без њихове улоге изгледао је немогућим. С либерализовањем трговине у послеријатном периоду, дошло је до смањења цијена из ратног периода за низ роба. Упоредо с тим, конституишу се разни картели и лобији и разоткрива се корумпирана структура



власти. Високи профити почињу се остваривати захваљујући избјегавању плаћања царине, акцизе и пореза, а не на основу високе продуктивности (Томаш, 2010). За велики дио нове елите „старт-уп фондс” настали су кроз рат, али наставак гомилања богатства није нужно зависио од наставка рата (Andreas, 2009:41). Корумпирани политичари омогућили су ратним профитерима да наставе гомилање богатства и у миру. Ратна акумулација капитала, корумпиране власти, економски и политички лобији довели су до успостављања директне или индиректне контроле над највећим дијелом ресурса од стране релативно малог броја људи (Томаш, 2004). Та контрола ограничава ефикасност реформи и дестимулише долазак страних инвеститора. Разни лобији и картели постали су јачи од државних институција. Често од њихове воље зависи да ли ће нека мјера бити донесена и да ли ће је власти проводити. Нажалост, велики број људи који контролише ресурсе није се домогао те контроле кроз нормалну тржишну конкуренцију, него кроз институционалне привилегије, контролу корумпираних власти и криминал. Они нису способни да развију конкурентну производњу и да постану добри партнери страним инвеститорима. Њихова дјелатност и успјех незамисливи су у нормалним тржишним условима и у окружењу владавине права. Тако је настала домаћа варијанта „бандитског капитализма”. Због тога, њима и политичарима над којима они имају контролу није требао боље уређен систем. У нормално уређеном економском систему они би банкротирали под притиском конкуренције, а њихови политички партнери били би поражени у нормалном демократском систему.

Низак стандард становништва, корумпирана власт и висока незапосленост, утицали су на стварање снажног сектора „сиве економије” „Сива економија”, усљед недостатка развоја и ниске економске ефикасности, постала је својеврсни „социјални програм”. Бјежећи од одговорности за социјално – економско стање и изостанак економског развоја, власти су „сиву економију” прихватиле као нужност и постале врло толерантне према њеној експанзији. Наравно, „сива економија” врло „ефикасно” повезује сиромаштво, корупцију и криминал, а на другој страни обесхрабрује легални бизнис. Истраживања односа „сиве економије” и корупције су показала да „сива економија” у већем степену генерише настанак корупције, него обрнуто (Buehn and Schneider, 2009: 27). Корупција је постала начин опорезивања „сиве економије” (Томаш, 2010: 131). Раширеност корупције у институцијама државе погодује „профитабилности” сектора сиве економије. Ако је мито за опстанак на сивом тржишту мањи од добити коју доноси пословање на том тржишту, сиво тржиште ће се ширити. Што је корумпираност раширенија, висина мита је мања, а добит од сиве економије већа. Дакле, друштвеном слоју који остварује профит послујући у зони сиве економије,

одговара што већи степен раширености корупције у друштву, јер је тиме стопа мита, као „цијена” пословања у сивој зони нижа.

## **9. Закључна разматрања**

Због неуспјешне транзиције, БиХ се лоше позиционирала у свјетској економији у вријеме глобализације. У условима глобалне кризе, она због тога трпи додатни притисак јер се нашла у околностима када, због ниске ефикасности употребе ресурса, не може повећати конкурентност привреде као основну излазну стратегију из кризе. Да би ублажила посљедице економске кризе, БиХ се прво мора суочити са неефикасном транзицијом и провести реформе којима ће отклонити неправилности у транзицији.

Рационална употреба ресурса ограничена је чињеницом да је велики дио ресурса још увијек „заробљен” вољом неспособних власника, одабраних негативном селекцијом у поступку приватизације. Неодговорна, некомпетентна и корумпирана власт спречава тржишну селекцију предузећа, социјализујући трошкове неефикасних предузећа. Насупрот таквом понашању, „ослобађање ресурса” подразумијева уклањање свих форми нерационалне употребе. Да би се то постигло, неопходне су реформе које ће дестимулисати и спријечити нерационалну употребу ресурса. Лоше предузетничке идеје и друге методе заробљавања ресурса могу бити елиминсане у економском систему који тежиште ставља на ефикасност употребе. У таквом систему заробљавање ресурса је неисплативо. Економски и правни систем требају обезбиједити да неисплативи облици држања и употребе ресурса пропадају и да се замјењују ефикаснијим. У том процесу неће пропадати ресурси и неће се смањивати друштвено богатство, него ће нестајати идеје које ресурсе држе заробљеним. Напротив, добра употреба ресурса најбоље штити ресурсе, тако да се добром употребом повећава цијена ресурса и друштвено богатство. Држава не треба штитити власнике ресурса од тржишне принуде, него ресурсе од нетржишне употребе. Тек ослобађањем ресурса, односно успостављањем њиховог тржишта и слободног приступа њиховом коришћењу, конституисаће се истински предузетнички слој људи који их ефикасно користи.

Ослобађање ресурса подразумијева истинско успостављање тржишта рада, односно успостављање конкуренције за свако радно мјесто. Велика је заблуда вјеровање да држава може заштити права радника у условима слободног тржишта и приватне својине<sup>25</sup>. Заштита права радника, у смислу ограничавања тржишне принуде и селективности тржишта, ствара морал-

<sup>25</sup> Наравно, то се не односи на заштиту људских права радника, људског достојанства, сигурности на раду и извршавање уговора о раду.

ни хазард који завршава ниском ефикасношћу употребе свих ресурса. Висока продуктивност најбоље штити права радника. Да би постојећа радна мјеста припала најспособнијим, морални хазард треба бити елиминисан са тржишта рада. У таквим условима, послодавци ће у властитом интересу штитити права и добро плаћати рад продуктивних радника. Такође, и радницима се тиме јасно сигнализује да њихова права најбоље штити висока продуктивност властитог рада. Такво сазнање имало би далекосежне посљедице по промјене у образовном систему.

У друштвима у којима су проведене својинске реформе и формално уређен слободни приступ ресурсима, корупција представља највеће ограничење слободној употреби ресурса. Корупција фаворизује оне које тржиште никада не би фаворизовало или би их искључило из права на употребу ресурса. Корупција претвара губитак у добитак, губитника у фаворита, а мафију у предузетнике. Цијена учинка корупције је нижа ефикасност употребе расположивих ресурса. Економски систем треба бити стимулативан за легално пословање, легално посједовање имовине, легално стицање богатства и легално ступање у облигационе односе. Корупција искривљује информације о свим овим процесима. Због тога је уклањање корупције један од најзначајнијих потеза у ослобађању ресурса у садашњој фази развоја. Њеном елиминацијом отпочеће процес „чишћења” тржишних информација, односно умањења њихове асиметричности. Имајући у виду моћ сиве економије да генерише корупцију, од ништа мањег значаја није и елиминација сиве економије. По правилу, елиминација само једне снаге, корупције или сиве економије, неће побољшати алокацију ресурса. Корупција и сива економија су често само двије стране истог проблема. Корупција је сива зона правне државе, а неформална економија сива зона бизниса. Ризик бањења једном или другом мора бити подједнак.

Терет кризе у БиХ своју је оштрицу усмјерио у два најосјетљивија правца: на неконкурентну привреду и на сиромашно становништво. Од привреде се очекује да постане конкурентнија, а од запослених да постану продуктивнији уз реално мању плату. Оба ова захтјева властима БиХ поставља и ММФ, мада „упаковане” у блаже и политички лакше прихватљиве формулације. Међутим, у скућеном простору за вођење политике подстицања извоза, привреда не може постати конкурентнија, а сиромашно становништво није стимулирано да више ради за реално мању плату. У постојећим условима, БиХ није способна да се одупре спољним притисцима које индукује економска криза. Она је у некој врсти слободног пада. Од њене привреде и становништва захтијевају се дјела која они нису способни остварити. Тога су свјесни и ММФ и власти БиХ, те се труде да у још преосталом уском простору за задуживање нађу начин да успоре пад, надајући се скором опо-

равку европске привреде која би подстакла опоравак економије БиХ. Са таквом стратегијом БиХ може издржати још највише 2-3 године. Али, ако спас не дође из Европе, БиХ ће се суочити са свим својим противрјечности-ма, које су и сада видљиве, али које се не рјешавају.

## Литература

1. Andreas, P. Symbiosis Between Peace Operations and Illicit Business in Bosnia. *International Peacekeeping*, 16:1, 33-46. 2009.
2. Buehn, A., Schneider, F. *Corruption and the Shadow Economy: A Structural Equation Model Approach*. Tübingen: Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung, Discussion Paper No. 4182, 2009.
3. Carothers, T. The End of the Transition Paradigm. *Journal of Democracy*, Volume 13, Number 1 January 2002, 6-21.
4. Donais, T. The Politics of Privatization in Post-Dayton Bosnia, in: *Southeast European Politics*, Vol. III, No. 1, June, 1-19, 2002.
5. Donais, T., Pickel, A. *The International Engineering of a Multiethnic State in Bosnia: Bound to Fail, Yet Likely to Persist*. Prepared for presentation at the CPSA Annual Conference, Halifax, N.S. June 1, 2003.
6. Eastmond, M. Transnational Returns and Reconstruction in Post-war Bosnia and Herzegovina. *International Migration* Vol. 44 (3) 2006, 141-166.
7. Ehrke, M. Von der Raubökonomie zur Rentenökonomie. Mafia, Bürokratie und internationales Mandat in Bosnien, in: *Internationale Politik und Gesellschaft*, 2/2003, 123-154, 2003.
8. Fischer, M. Bosnia's Challenge: Economic Reform, Political Transformation and War-to-Peace Transition: in Martina Fischer (ed.) 2006. *Peacebuilding and Civil Society in Bosnia-Herzegovina. Ten Years after Dayton*. Münster: Lit Verlag, 441-470.
9. *IMF Country Report No. 10/348*, December 2010.
10. *IMF - World Economic Outlook (2010)*, United Nations Statistics Division - National Accounts Statistics Database, October 2010.
11. Freedom House. *Nations in Transit 2011*, Washington
12. Hayek, F. A. The Use of Knowledge in Society, *The American Economic Review*, Vol. 35, No. 4 (Sep., 1945), pp. 519-530, Article Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/1809376>
13. Mises, L. *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*. Auburn:, Ludwig von Mises Institute, Alabama, 1990, репринт издање из 2012.
14. Mises, L. *Socialism, An Economic and Sociological Analysis*. New Haven: Yale University Press, 1951, [www.mises.org/books/socialism](http://www.mises.org/books/socialism)

15. Paris, R. Peacebuilding and the Limits of Liberal Internationalism, *International Security*, 22(2): 54-89, 1997.
16. Partners for Financial Stability (2011), Financial Sector Benchmarking System, *Bosnia and Herzegovina High Level Financial Sector Overview*
17. Polany, K. Our Obsolete Market Mentality: Civilization must Find a New Thought Pattern, *Commentary* vol 3, February: 109-117, 1947.
18. Pugh, M. Postwar Political Economy in Bosnia and Herzegovina: the Spoils of Peace, *Global Governance*, vol.8, no.4, autumn 2002 : 467-482.
19. Pugh, M., Cooper, N., Goodhand, J. *War Economies in a Regional Context, Challenges of Transformation*. Lynne Rienner Publishers, Boulder, London, 2004.
20. Pugh, M. Liquid Transformation in the Political Economy of Bosnia. *International Peacekeeping*, vol.12, No.3: 448-462, 2005.
21. Schneckener, U. Making Power-Sharing Work: Lessons from Successes and Failures in Ethnic Conflict Regulation, *Journal of Peace Research*, 39(2): 203-228, 2002.
22. Stojanov, D. *Economics in Peacemaking: Lessons from Bosnia and Herzegovina*, London: Portland Trust, 2009.
23. The Heritage Foundation (2011), *Highlights of the 2012 Index of Economic Freedoms*
24. The World Bank, European Commission, EBRD, (1996), *Bosnia and Herzegovina on the Road to Recovery: Towards Establishing a Market Economy*
25. The World Bank and IFC (2011), *Doing Business in a more transparent world 2012*.
26. The World Bank (2012), *Bosnia and Herzegovina: Challenges and Directions for Reform A Public Expenditure and Institutional Review*, Report No. 66253-BA, February 2012.
27. TIRI, UK (2007), *Integrity in Reconstruction in BiH - Corruption, Effectiveness and Sustainability in Post-War Countries*, London
28. Томаш, Р. *Страх од предузетничтва*. Београд: Економика, 1993.
29. Томаш, Р. Efficiency Constraints on the Economy of Bosnia and Herzegovina, in C. Solioz&K. Vogel (eds.) „Dayton and Beyond: Perspective on the Future of Bosnia and Herzegovina”, Nomos, Baden-Baden, 2004.
30. Томаш, Р. *Економија заробљених ресурса*. Бања Лука: НИГП Независне новине, 2008.
31. Томаш, Р. *Crisis and Gray Economy in Bosnia and Herzegovina*. Sarajevo: Friedrich Ebert Stiftung, 2010.
32. Томаш, Р. Limited Possibilities of Adapting the Economy of Bosnia and Herzegovina to the External Pressures of the Economic Crisis, *Acta Economica*, Volume 10, No 17, 9-30, 2012.

33. Transparency International's (2011), *Corruption Perceptions Index (CPI)*, December 2011
34. Tzifakis, Nikolaos&Tsardanidis, Charalambos Economic reconstruction of Bosnia and Herzegovina: The lost decade, *Ethnopolitics: Formerly Global Review of Ethnopolitics*, Volume 5, Issue 1, 67-84, 2006.
35. Velde, D. *The global financial crisis and developing countries*. London: Overseas Development Institute, 2008.
36. World Economics Forum (2011), *The Global Competitiveness Report 2011-2012*

---

## ПРЕТХОДНА САОПШТЕЊА

---





Velimir Bole<sup>1</sup>  
Janez Prašnikar<sup>2</sup>  
Domen Trobec<sup>3</sup>

## **The debt buildup process: Bosnia and Herzegovina – Republic of Srpska versus other European countries**

### **Процес стварања дуга: Босна и Херцеговина – Република Српска у односу на остале европске земље**

#### **Summary**

*Financial and economic crisis from 2008 created debt problems throughout the world, in developed and developing countries. Although the problems cause by the crisis were similar for all countries there were some specific differences between them. Here, effects of firm's indebtedness in the Republic of Srpska are analysed in comparison with 15 European countries before and after the crisis, which serve as a benchmark. In the RS and also other considered countries in the collapse year (2009), the relative debt increases of under and over median firms differed drastically. In the main crisis year of 2009 the RS had 2 percentage points higher impact (relative to the Core European countries) of the financial accelerator or/and correspondingly different effect of the shape of firm investment distribution on the debt increase. In 2009, country specific effects on the debt build-up process disappeared for all other observed countries except the RS, while in the year after the collapse they disappeared in the RS and picked up again in all other countries, showing lagging of the impact of the crisis as well as a milder effect in the RS.*

<sup>1</sup> EIPF, Ljubljana, velimir.bole@eipf.si

<sup>2</sup> Faculty of Economics, University of Ljubljana and CEPR, janez.prasnikar@ef.uni-lj.si

<sup>3</sup> Faculty of Economics, University of Ljubljana, domen.trobec@ef.uni-lj.si

**Keywords:** Republic of Srpska, debt, GDP per capita, recession, financial investments, indebtedness

## Резиме

Финансијска и економска криза из 2008. године је створила проблем дућа широм свијета, како у развијеним земљама, тако и у онима у развоју. Иако су проблеми изазвани кризом били слични за све земље, постоје неке специфичне разлике између њих. Ефекти задужености фирми у Републици Српској су анализирани у поређењу са 15 европских земаља, прије и после кризе, које служе као мјерило. У Републици Српској као и у другим посматраним земљама у години колапса (2009.) повећања релативног дућа мањих и већих фирми се драстично разликују. У главној кризној години (2009.) Република Српска је имала за два процента више већи утицај финансијског акцелератора (у односу на главне европске земље) и / или одговарајуће друштва ефекат облика дистрибуције инвестиција фирме на повећање дућа. У 2009. год специфични ефекти земље на процес стварања дућа су неслаби за све посматране земље осим Републике Српске, док су у години након колапса неслаби у Републици Српској, а поново се јавили у свим осталим земљама, што показује одлагање ефеката кризе, те блаже ефекте у Републици Српској.

**Кључне ријечи:** Република Српска, дућ, БДП по глави становника, рецесија, финансијске инвестиције, задуженост.

## Introduction

Although the Western Balkan countries were hardly hit by the present crisis they have been given much less attention than other comparable economies in the world (Chakrabarti, 2012). Still the effect of the crisis varies both in size and timing as various factors influenced the transmission of the global crisis (among others the openness and structure of the economy, institutional setting of the capital and labor market, indebtedness of sectors, etc.). In addition, different efforts to address the crisis and to overcome its consequences have been proposed. Even though the majority of firms were affected in some way, this paper analyses how firm indebtedness affected firms in The Republic of Srpska of Bosnia and Herzegovina (hereinafter RS) compared to 15 European countries before and after the crisis which serve as a benchmark. In particular, we analyse data gathered for firms in RS, Slovenia, Croatia, the Republic of Macedonia, Montenegro, Ser-

bia, Portugal, Spain, Italy, Greece, Germany, France, Austria, the Czech Republic, Slovakia and Hungary.

Firstly, we briefly present the relevant macroeconomic situation in Bosnia and Herzegovina (hereinafter BIH) and RS. This is followed by methodological background, which extends the research done by Prašnikar et al. (2012) where the relative position of 16 European countries in non-financial corporation debt increase and level achieved in the 2006–2010 is documented. We continue with empirical evidence from the model of the financial accelerator specification, which is enlarged by country dummies and give our conclusions at the end.<sup>4</sup>

## **1. Institutional setting and macroeconomic picture of Republic of Srpska<sup>5</sup>**

Despite many years of consecutive growth, the country's GDP figures are still quite low. GDP per capita in the RS increased from 2,164 EUR in 2006 to 2,959 EUR in 2010. Economic growth was stimulated by international assistance, increased foreign and domestic investments, the credit boom funded by foreign banks and booming domestic demand financed from abroad (Prašnikar and Knežević Cvelbar, 2012). In the period 2005–2008, the sectors of trade, agriculture, construction, manufacturing and real estate, renting, and business activities contributed to the nominal growth of GDP most.

One of Bosnia and Herzegovina's main goals after the war was to create a stable currency, with which they could control inflation. To ensure the stability they decided to adopt the currency board and pegged their Bosnian Convertible Mark to the German Mark and then to the Euro. Consequent to the successful implementation the inflation was put under control and in 2010 inflation in the RS was just 2.5 percent.

Increased stability and healthy economic conditions also laid the foundations for the development of the financial sector. This was mostly true for the banking sector, where many foreign banks entered and attained a dominant position. They became the most important channel of foreign capital inflow to the country and significantly contributed to the economic growth, which was mainly based on a credit expansion (Bartlett and Monastiriotis, 2010). Growth in the amount of loans in the years before the crisis was very high and in that period household debt as well as financial and non-financial institutions debt increased (see Table 1). When the crisis struck the worsening financial health of companies and households meant that banks cut back their loan portfolios and credit growth

---

<sup>4</sup> Work in progress: preliminary results.

<sup>5</sup> We discuss data on RS when they are available. If not, data for the whole of Bosnia and Herzegovina are discussed.

was stopped. An important event in the banking sector was the signing of the Memorandum of Understanding with parent banks in the European Union (EU). This obliged banks to keep exposure related to capital funding and keep the same level of loans as in 2008 (Prašnikar and Knežević Cvelbar, 2012). In addition, the new 24 month Stand-by arrangement with the International Monetary Fund (IMF) (of 520\$ million) also presents a powerful buffer against external shocks from ongoing Euro area crisis shocks and reduced loans from foreign banks.

Difficult business conditions and limited access to sources of funding led banks to the implementation of more restrictive lending policies, with the aim to maintain business stability and safety as well as preserve liquidity (IRBRS, 2011). However, the 2011 growth was again supported by positive trends in the banking sector where long- and short-term corporate loans grew in the first nine months by 4 per cent and 14 per cent, respectively. (IRBRS, 2012).

The recession had a big impact also on the country's fiscal position. While in 2007 there was no general government deficit in the RS, it reached 9 percent of GDP just two years later (IMF, 2011). To tackle the threatened macroeconomic stability and low public confidence in a Stand-by Arrangement with the IMF, BIH committed itself to implement comprehensive fiscal austerity measures and structural reforms and to focus on firm restructuring (EBRD, 2011).

**Table 1: Key macroeconomic and indebtedness indicators for RS**

Category / sub-category	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Basic macroeconomic data</b>						
GDP (in million EUR)	3,346	3,759	4,341	4,204	4,247	4,433
GDP per capita (in EUR)	2,317	2,611	3,020	2,930	2,964	3,100
Real GDP growth rate (in %)	6.0	6.7	6.2	-3.0	0.8	0.8
CPI (average change in %)	6.4	1.1	7.2	-0.4	2.5	3.9
<b>General government debt</b>						
Gross (in % of GDP)*	21.8	32.9	31.2	36.1	39.6	n/a
Net (in % of GDP)*	13.6	18.5	21.8	27.5	32.5	n/a
General government primary net lending/borrowing (in % of GDP)	2.0	0.4	-0.8	-6.6	-5.0	-0.7
<b>Household debt</b>						
Gross*	24.0	29.4	31.8	31.8	31.7	n/a
Non-financial institutions' debt						
Gross* (in % of GDP)	25.9	30.7	36.3	36.9	38.6	n/a
<b>Financial Institutions</b>						
Gross debt (in % of GDP)	43.3	68.1	65.1	58.0	57.0	n/a
Leverage of domestic banks	12.7	8.9	9.6	10.2	13.0	n/a
Bank claims on public sector (in % of GDP)	0.7	1.3	2.4	3.3	3.8	n/a

Category / sub-category	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>External liabilities</b>						
Gross (in % of GDP)	25.9	22.1	20.7	22.6	26.5	n/a
Government debt held abroad* (in % of GDP)	22.4	20.5	20.8	26.4	31.5	n/a

\* Data for BIH

Source: Cirman et. al., 2012; BIH Agency for Statistics, 2011; Central Bank of Bosnia and Herzegovina, 2011; IMF, 2012; IRBRS, 2012; Republic of Srpska Institute of Statistics, 2011.

## **2. Methodological basis for the research**

When speaking of frictions in financial markets, they lead to inefficient functioning's of markets, which are not accounted for in standard macroeconomic models (Stiglitz, 2011). Based on the literature on asymmetric information and agency costs in lending relationship, in their seminal work, Bernanke et. al. (1999) present how the financial accelerator drives the endogenous development in credit markets, which results in strong propagation and amplification of (external) macroeconomic shocks. In the model, the entrepreneurs' net worth comes from two sources: profits (including capital gains) accumulated from previous capital investment and income from supplying labour. With the presence of capital market frictions, net worth matters because a borrower's financial position is a key determinant of his cost of external finance. Higher levels of net worth allow increased self-financing, mitigating the agency problems associated with external finance and reducing the external finance premium. An unanticipated rise in asset prices raises net worth more than proportionately, which stimulates investment, and in turn, raises prices even further (the so-called financial accelerator). As actual returns of indebted firms are higher than expected, this leads to bubbles which might lead to a balance sheet crisis after the crisis evolves (Bernanke et al., 1999; Miller and Stiglitz, 2010; Bole et al., 2012a), where collaterals and contagions become important factors for the amplification of the crisis. It is, thus, the mechanism of the financial accelerator, which endogenously drove the amplification and propagation of the process of companies' debt accumulation, triggered by external shocks.

The dynamics of the potential main debt drivers in the RS, namely, core and financial investments, are being studied. We identified factors, which could, besides the median dynamics of core and financial investments, considerably influence the impact of the investments on the debt build-up process of companies. Country differences in the financial intermediation system, company leverage and the way of their financing, the size of companies etc. could result in

the country specific size of the financial accelerator, which could also seriously modify the effects of the same (median) investment dynamics of the debt process.

In the following section, the evolution of the firm distribution of debt, core and financial investments is documented for the boom-bust period 2007–2010. The simple model of the debt build-up process is specified using the financial accelerator model as a starting point. Country group effects are estimated using fixed dummies. The main focus is placed on the analysed debt increasing trajectory in the 2007–2010 period, where the RS is compared to other sample European countries.

### 3. Empirical evidence on the firm debt, core investments and financial investments distribution in the boom-boost period 2007–2010

#### Description of the data for the RS

The initial firm’s indebtedness analysis of the RS is based on financial data from the Amadeus Database. Our sample included 477 companies. However, the sample was further reduced to 399 companies, to only include those with a non-zero financial debt and available data on all variables used in the estimation of the model. The median values of the observed firms for the selected variables per unit of average total balance sheet are reported in Table 2.

Table 2: Median values of three selected variables in proportion to average total assets

Variable	2007	2008	2009	2010
Financial debt	0.116	0.131	0.138	0.144
Investments in core activities	0.057	0.071	0.039	0.039
Financial investments	0.000	0.000	0.000	0.000

Source: Cirman et. Al., 2012; Amadeus Database, 2012; own calculations.

Figure 1: Yearly differences in financial debt

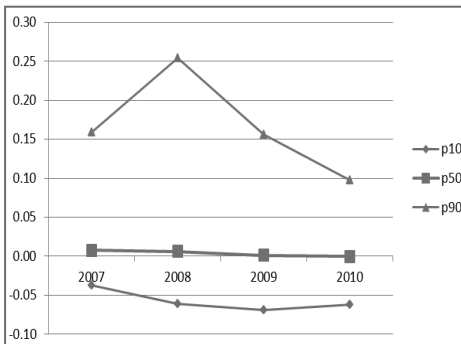
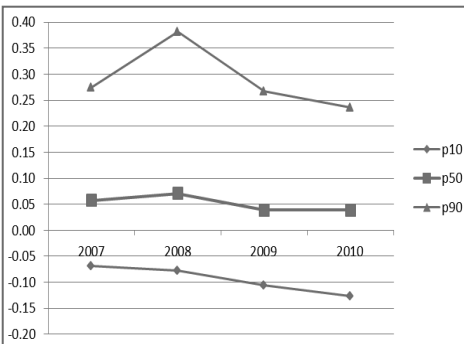
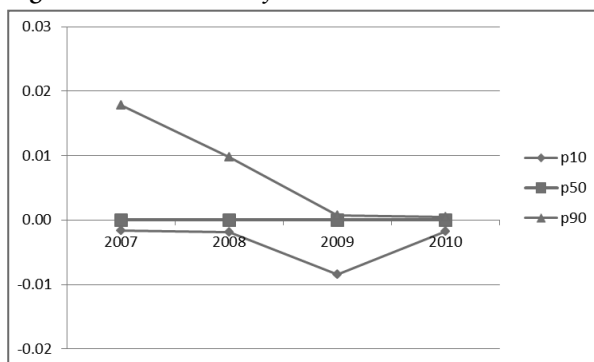


Figure 2: Investments in core activities



**Figure 3:** Investments in financial assets

Source: Cirman et. Al., 2012; Amadeus Database, 2012; own calculations.

In the 2007–2010 period financial debt as a proportion of the average balance sheet sum of a median firm in the RS increased for 2.8 percentage points of the balance sheet. The dynamic of the debt increase was, however, severely biased to upper part of firms distribution, as documented in Figure 1, which shows yearly differences in financial debt. The figure also shows, that biasedness decreased considerably after 2008. Namely, the 90<sup>th</sup> percentile firm (the most indebted firms in the sample) began to slow debt increasing significantly, after 2008.

Investments in core activities as a proportion of average balance sheet sum of a median firm decreased in 2009 significantly and the behaviour was also similar for the 10<sup>th</sup> and 90<sup>th</sup> percentile firms (Figure 2 and Figure 3). The median firm had no financial investments. A 90<sup>th</sup> percentile firm witnessed a substantial decrease in financial investments in the observed period, from 1.8 percent of average balance sheet sum in 2007 to 0.1 percent of average balance sheet sum in 2010.

### Distribution of the enterprise debt process dynamics

A similar data sampling process and indebtedness and investments movement analysis was done for each country in the sample, which accounted for more than 9,300 companies. Individual reports for the countries can be found in Prašnikar (2012).

In Figures 4-7 the dynamics of firms' debt build-up process in RS are compared with corresponding process in Europe for the 2007–2010 boom-bust period. Financial debt increments are given in units of balance sheet sum. The distribution of dynamics is presented for five quintiles (p10, p25, p50, p75 and p90) of firms from the manufacturing and services sectors. Point estimates are given for the RS, and intervals are provided (maximal and minimal values) for all other studied European countries.

Figure 4: Debt build-up process, 2007

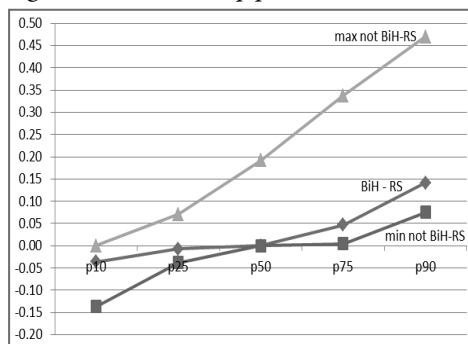


Figure 5: Debt build-up process, 2008

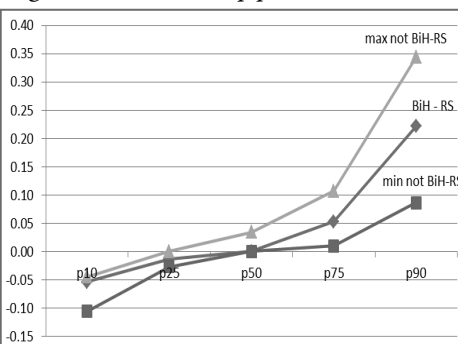


Figure 6: Debt build-up process, 2009

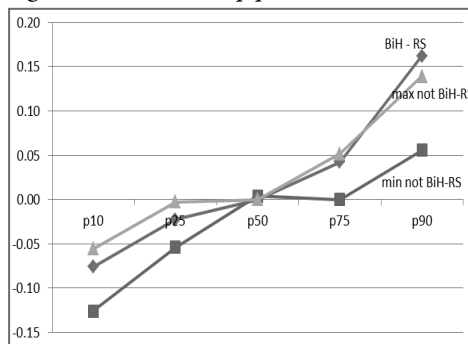
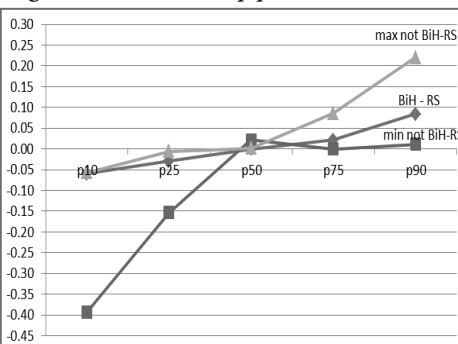


Figure 7: Debt build-up process, 2010



Source: Amadeus Database, 2012; own calculations.

In RS, the high increases in debt before 2009 and drops following were only limited to a small share (around 10-25 per cent) of firms. The presented yearly distributions of the debt increase in 2007 show that the median firm had no increase, while the debt increments in the first quartile were negative (in absolute terms less than 5 per cent of balance sheet sum) and at third quartile positive (and less than 5 per cent of balance sheet sum). In RS the impact of the factors, which drove the debt process in 2007 was negligible. It was close to the lowest non-BSE country and much lower than for the highest benchmarking country (the upper end of other European countries for 2007 and 2008 pertains to Slovenia, which had particularly higher increases in debt than other studied countries).

However, in 2008 one can already notify changes in the (relative) dynamics of indebtedness of the third and fourth quartiles companies in the RS, which highly increased its financial debt. In the collapse year (2009), the relative debt increases of companies in the RS under and over the median differed drastically. Namely, over median firms' debt increments in the RS were near and over the highest values (for the corresponding quartiles) of the other studied European countries. At the same time the under median quartiles of firms in RS decreased



debt similarly as the average deleveraging quartiles of firms in the benchmark countries. This result probably reflects the delay in crisis effects in the RS. In 2010 the debt increases were smaller again.

### Distribution of the firm core investments process dynamics

Two factors of the debt increasing process are explicitly studied, firms' core investments and financial investments. In what follows, core investments are defined as a sum of fixed capital investments, change in inventories and other investments in working capital.

The distribution of the firm core investments dynamics is illustrated in Figures 8-11. Core investments figures are given in units of total balance sheet sum. Similar to the financial debt figures, core investments dynamics are presented for five quintiles of RS firms as well as for interval (upper and lower) values of core investments in corresponding quintiles, for the studied European countries.

Figure 8: Core investments dynamics, 2007

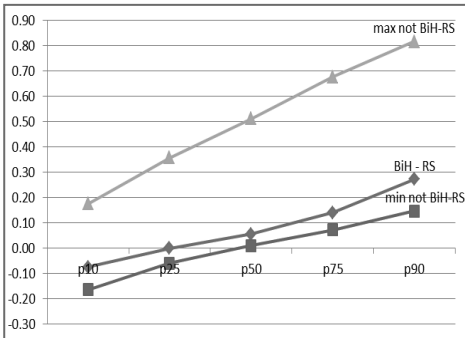


Figure 9: Core investments dynamics, 2008

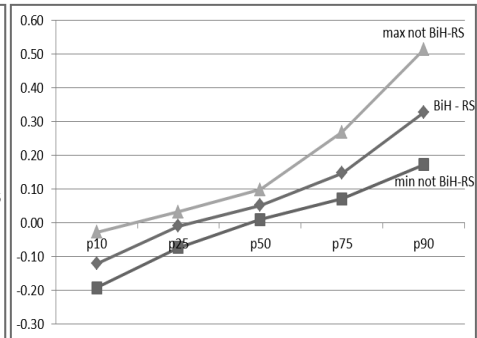


Figure 10: Core investments dynamics, 2009

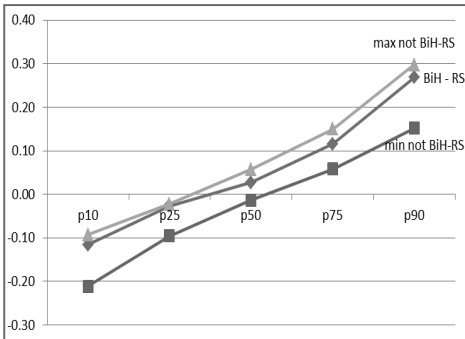
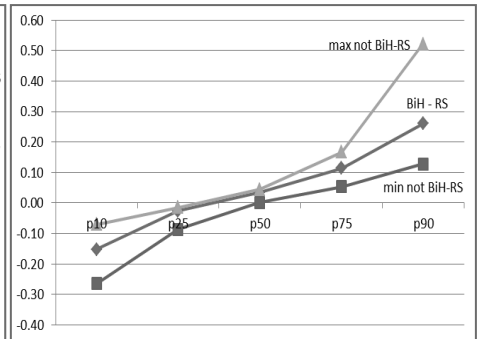


Figure 11: Core investments dynamics, 2010



Source: Ajpes, Amadeus Database, 2012; own calculations.

Observing the firm distribution of core investments dynamics between the RS and the studied European countries we can see that they were moving similarly

as in other countries. Although in the climax of the boom period (in 2007) core investments of the RS firms were much closer to the minimum of other European countries (the maximum again pertains to Slovenia where investments in core activities were much higher than in all other studied countries), almost uniformly over whole distribution of firms. Figures show, heuristically speaking, that firms in the RS were much less aggressive regarding investments in core activities in the boom period, than firms in other studied countries over the whole distribution of enterprises.

Figure 10 documents, that in the bust period, the shape of the firms’ distribution of core investments dynamics moved closer to the maximum (as dynamics of other European countries calmed down almost uniformly across firms). More cautious investment behaviour in boom years obviously enabled firms in the RS to have (relative to studied countries) stronger investments in crisis years. We can also observe that core investments dynamics in boom-bust period (2007–2010) in the RS were predominantly concentrated in the last quartile of firms.

**Distribution of the firm financial investment process dynamics**

Empirically studied financial investments are defined as a sum of short and long-term financial investments in the debt and equity instruments. The firm distributions of financial investments dynamics are documented in Figures 12-15. Figures for financial investments are given in units of balance sheet sum. Again values for five quintiles are presented for the RS as well as interval (upper and lower) values of financial investments for studied European countries in corresponding quintiles.

Figure 12: Financial inv. dynamics, 2007

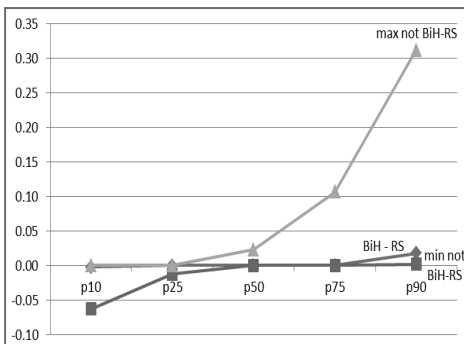


Figure 13: Financial inv. dynamics, 2008

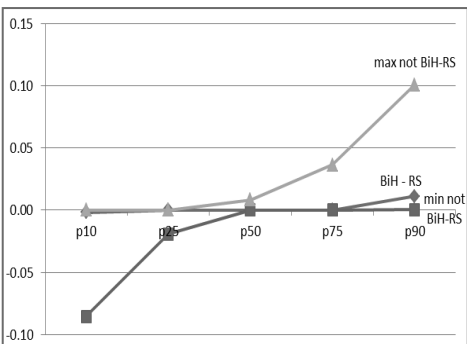


Figure 14: Financial inv. dynamics, 2009

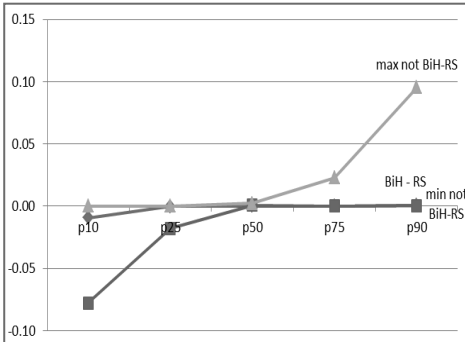
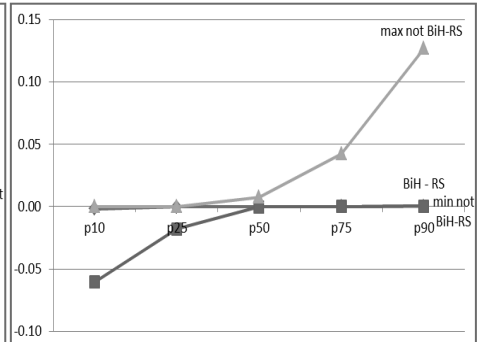


Figure 15: Financial inv. dynamics, 2010



Source: Ajpes, Amadeus Database, 2012; own calculations.

The financial investments figures reveal three interesting facts, two of which refer to the difference between the distribution dynamics of core investments dynamics and the corresponding distribution dynamics of financial investments and one, which refers to the difference between the RS and other European countries, the distribution dynamics of financial investments.

Firstly, in all the studied countries, dynamics of financial investments fluctuated considerably less across firms than core investments dynamics (differences between upper values in the last quintiles and lower values in the first quintiles are much smaller).

The second interesting fact pertains to the shape of the firm distribution of financial investments dynamics. Namely, the financial investments in the whole boom-bust period were considerably (more than core investments) limited to a small share (around first decile) of firms. Concerning the median enterprises there were almost no differences between countries in the financial investments dynamics.

Thirdly, in all years of the boom-bust period, the described shape of the firm financial investment dynamics distribution in the RS coincide with the minimum of other European countries for all presented quintiles of firms. This fact documents that conservative investment policies were in place in the RS regarding financial investments.

#### 4. Mechanism of the debt increasing process – quantification of country specificities

In the analysed boom-bust period 2007–2010, non-financial corporation debt increases differed enormously among the studied countries. The top debt performers were Croatia, Montenegro and Slovenia, for which firm debt increased by over 25 percent of GDP. In contrast, Germany, the Republic of Macedonia and the Czech Republic lagged behind most, with the debt increase in

the non-financial corporations of less than 5 percent of GDP. Such a country rank (structure) of the non-financial corporations debt increase seems unexpected, because the main debt drivers<sup>6</sup> do not show the same country ranks and even both exposed groups of countries are different.

The country differences in the firm distribution of investments and the size of the financial accelerator are probably the most important factors behind the mentioned country differences in the debt driver's impact on the debt intensity process. In short, we will mark these differences as *country specificities* (in the debt build-up process). The high policy makers' importance of these country specificities documents the fact that very specificities are also crucial for the size of the bust damages (lost product and employment) in the studied period 2007–2010. Namely, the impact of both, the *sudden stop* effect (sudden-unexpected drop in the loanable funds inflow) and *collateral amplification* effect, on the bust damages depends on the size of the financial accelerator (and, therefore, the average size of firms debt dynamics), as well as on the firms distribution of debt dynamics (conditional on the average size of debt) immediately before the regime switch (bubble burst).<sup>7</sup>

To quantify the mentioned country specificities in the debt build-up process, the model of the financial accelerator specification is enlarged by country dummies.<sup>8</sup> It could be expected, that these dummies would predominantly encompass the effects of the (country) differences in the size of the financial accelerator as well as the effects of the differences in the firm distribution of investment dynamics.

Because the model is specified with the financial accelerator, the financial and core investments are the main debt drivers in the model. Four dummies were added. The first dummy stands for the manufacturing enterprises, the second dummy for the Balkan group of countries (Slovenia, Croatia, the Republic of Macedonia, Montenegro and Serbia), the third dummy stands for the Mediterranean group of countries (Italy, Portugal, Greece and Spain) and the fourth dummy for the RS. Such a specification of the model entails, that countries from the Core of Europe (Austria, the Czech Republic, France, Germany, Hungary and Slovakia) figure stand as a reference for other countries. The sample includes financial statements data for over 9,300 manufacturing and service sector companies from the mentioned countries.

To mitigate heteroscedasticity problems, debt, financial investments and core investments variables are given in units of balance sheet sum. The debt model is specified and estimated for the boom bust (2007–2010) period, for every year

<sup>6</sup> For more on the theoretical model of the debt drivers in the boom-bust period see Bole et al. (2012).

<sup>7</sup> See Dagher (2010), Calvo (1998), Calvo et al. (2007) and Miller and Stiglitz (2010).

<sup>8</sup> On the specification of the financial accelerator model in debt modelling, see Bole et al. (2012).

separately. The models are estimated with the ordinary least squares method (OLS) and, because of possible endogeneity problems, also with instruments. The lagged values of the explanatory variables, employment and capital are used as instruments. Simple OLS estimates of the model are given in Table 2, and instrumentalised estimates in the Table 3. Because data for 2006 is not available (in estimating the model for 2007, instrumental variables would have to also be available for 2006), instrumentalized estimates are given only for the 2008–2010 period.

**Table 3: The OLS estimations of financial debt**

	2007	2008	2009	2010
Financial investments	0.430*** (0.068)	0.336*** (0.076)	0.188*** (0.037)	0.171*** (0.044)
Investments in core activities	0.213*** (0.021)	0.000 (0.000)	0.191*** (0.027)	0.173*** (0.027)
Manufacturing sector (dummy)	-0.000 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.011*** (0.003)
Western Balkan countries without the RS (dummy)	0.023*** (0.005)	0.027*** (0.005)	0.001 (0.004)	0.019*** (0.004)
The RS (dummy)	0.006 (0.005)	0.018*** (0.007)	0.022*** (0.007)	0.006 (0.006)
Mediterranean countries (dummy)	0.012*** (0.003)	0.004 (0.003)	-0.001 (0.003)	0.011*** (0.003)
Constant	0.008*** (0.002)	0.016*** (0.002)	-0.004* (0.002)	-0.002 (0.002)
Observations	9327	9310	9319	9163
R-squared	0.176	0.033	0.096	0.086

Note: Service sector and core European countries serves as a base dummy

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Source: Amadeus, 2012; own calculations.

**Table 4: Instrumental variables estimations of financial debt**

	2008	2009	2010
Financial investments	0.489* (0.257)	-0.078 (0.267)	0.183* (0.106)
Investments in core activities	0.048 (0.038)	0.095** (0.047)	0.049 (0.039)

	2008	2009	2010
Manufacturing sector (dummy)	-0.009	-0.003	-0.009***
	(0.008)	(0.003)	(0.003)
Western Balkan countries without the RS (dummy)	0.014	0.005	0.023***
	(0.010)	(0.004)	(0.004)
The RS (dummy)	0.008	0.021***	0.009
	(0.011)	(0.006)	(0.006)
Mediterranean countries (dummy)	-0.006	0.002	0.011***
	(0.009)	(0.003)	(0.003)
Constant	0.024**	-0.002	-0.000
	(0.011)	(0.002)	(0.002)
Observations	8853	8830	8826
Hansen's J chi2	(1) 0.06065 (p = 0.8055)	(5) 7.04376 (p = 0.2174)	(5) 3.50885 (p = 0.6220)
GMM C statistic chi2	(2) 2.50397 (p = 0.2859)	(2) 2.53599 (p = 0.2814)	(2) 4.69633 (p = 0.0955)

Note: Service sector and core European countries serves as a base dummy

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Source: Amadeus 2012; own calculations.

In all years, except in 2008, both investment variables are significant in the OLS estimated models; in 2008 only the financial investment variable is not significant. The size of both investment variables coefficients (accelerators) is approximately the same in both bust years, but not in the boom years, where the coefficient of financial investments is higher.

The Western Balkan countries dummy is significant in 2007, 2008 and 2010, Mediterranean countries dummy is significant in 2007 and 2010 and RS dummy is significant in 2008 and 2009. The size of the dummy coefficient for the RS documents that the impact of the RS specificities in the debt build-up process differed from that in other studied countries. In 2007 and 2010 there was no significant difference between the RS and the Core European countries, yet the Mediterranean and the Western Balkans group of countries had higher impact of investments on debt changes. In 2008, the effect of financial investments on debt increases through the financial accelerator in the RS was higher than in the Mediterranean countries and the Core European countries but lower than in the Western Balkans group of countries (without the RS).

Interestingly in the bust year of 2009 the RS had 2 percentage points higher impact (relative to the Core European countries) of the financial accelerator or/ and correspondingly different effect of the shape of firm investment distribution

on the debt increase. All other dummies for 2009 were insignificant, suggesting the delayed impact of the crisis on the RS. In the second year of the bust period (2010), the pick-up of the corresponding impact of the group of the Western Balkan and Mediterranean countries specificities were much higher.

Observing instrumental variables estimates in the boom years the difference of the impact of financial accelerator and/or firms' distribution of investment dynamics on the debt build-up process cannot be observed (country specificities disappeared – coefficients are insignificant). In the collapse year (2009), the RS dummy reveals that basic empirical evidence about country specificities received by the OLS estimates is also confirmed by the instrumentalized estimates. The same holds for the *year after the collapse* (2010), country specificities picked up again, but the difference cannot be observed in the RS.

## **Conclusion**

In all the studied countries, high increases in debt before the collapse in 2009 and drops afterwards were limited to only a small share (around 10-25 percent) of enterprises (except for Slovenia where the debt increase was uniform across the distribution of enterprises). In the RS, the debt build-up process accelerated (relative to studied countries) especially in 2009 (especially at the higher end of distribution of debt dynamics); obviously the crisis came to the RS with a delay and smaller intensity than in benchmark countries.

In the RS (and also other countries of the sample) in the collapse year (2009), the relative debt increases of under and over median firms differed drastically. The over median firms debt increments were near and over the highest values in benchmark countries, while the under median firms were in the middle of firm debt increments in the other studied European countries.

In the RS, the core investments dynamics in the climax of the boom period (in 2007) documents much more conservative investment policy than in benchmark countries.; it was close to lowest country values attained in all other European countries studied. In 2009 the core investment activity was closer to highest values in all other countries in the sample, showing the undisrupted on going investment activity in the RS and decrease of it in other countries.

In all the studied countries the dynamics of financial investments fluctuated considerably less across firms than core investments dynamics, in the studied boom-bust period. Contrary to core investments, the outstanding values of the firm financial investments were only limited to both decile ends of the firm distribution, while financial investments of 80 percent of enterprises in the middle of the distribution were of small or even negligible size.

In the boom years, the impact of financial accelerator and specific enterprises distribution of investment dynamics on the debt build-up process was not as great in the RS as in some other European countries in the sample. In 2008, this additional effect (relative to the Core European countries) attained almost 2 percent of balance sheet sum in the Western Balkan countries and only 1 percent in the RS. In the collapse year (2009), this country specific effects on the debt build-up process disappeared for all other observed countries except the RS, while in the *year after the collapse* they disappeared in the RS and picked up again in all other countries, showing lagging of the impact of the crisis as well as a milder effect in the RS.

## Literature

1. Bartlett, W., and Monastiriotis, V. 2010. „South Eastern Europe after the Crisis: a new dawn or back to business as usual?” URL: <http://www2.lse.ac.uk/europeanInstitute/research/LSEE/PDF%20Files/Publications/SEE%20Crisis%20Book.pdf>.
2. Bernanke, B., Gertler, M., and Gilchrist, S. 1999. „The financial accelerator in a quantitative business cycle framework.” In Taylor, J. B., and Woodford, M. (Eds.): *Handbook of Macroeconomics 1(C)*, North Holland, 1999.
3. Bole, V., Prašnikar, J., and Trobec, D. 2012a. „Debt Accumulation, Dynamics, Structure and Mechanism.” Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
4. Bole, V., Prašnikar, J., and Trobec, D. 2012b. „Collateralization and contagion as crisis amplification mechanisms in Slovenia.” Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Calvo, G.A., 1998, „Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops.” *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, pp. 35-54.
6. Calvo G.A., A. Izquierdo, and E. Talvi, 2006, „Sudden stops and phoenix miracles in emerging markets.” *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 96, No. 2.
7. Cirman, A., Pirjevec, L., Vilfan, M., Vrabec, T. 2012. Bosnia and Herzegovina – The Republic of Srpska. In Prašnikar, J. (ed.): *Comparative Company Success in Dealing with External Shocks: The Case of Western Balkan, Mediterranean Countries and Core European Countries*, Časnik Finance, 2012.
8. Chakrabarti, S. 2012. „Akcijski plan za države v regiji.” *Poslovni dnevnik*. URL: <http://www.poslovni.hr/trzista/celnik-ebrd-a-trazi-akcijski-plan-za-drzave-u-regiji-215511>.
9. Dagher J.C., 2010. „Sudden stops, output drops and credit collapses.” IMF Working Papers 10/176.



10. Miller, M., and Stiglitz, J. 2010. Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with Chapter 11, *Economic Journal*, vol. 120, no. 544, 500-518.
11. Prašnikar, J. (ed.) 2012. „Comparative Company Success in Dealing with External Shocks: The Case of Western Balkan, Mediterranean Countries and Core European Countries.” Ljubljana: Časnik Finance.
12. Prašnikar, J., and Knežević Cvelbar, L. 2012. „Intangible assets as a potential for growth in Republic of Srpska.” Ljubljana: Faculty of Economics.
13. Prašnikar, J., Farčnik, D., Trobec, D., Lotrič, J., Marinšek, D., Pataky, L., and Vidoni, L. 2012. A Comparison of the Analyzed Countries. In Prašnikar, J. (ed.): *Comparative Company Success in Dealing with External Shocks: The Case of Western Balkan, Mediterranean Countries and Core European Countries*, Časnik Finance, 2012.
14. Banking Agency of Republika Srpska. 2012. „Report on condition of banking system of Republika Srpska for the period 01.01.2011 to 31.12.2011.”
15. EBRD. 2011. „Transition Report 2011. Crisis and Transition: The People’s Perspective.” URL: <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr11.pdf>.
16. European Commission. 2011. „Bosnia and Herzegovina 2011 Progress Report.” URL: [http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key\\_documents/2011/package/ba\\_rapport\\_2011\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2011/package/ba_rapport_2011_en.pdf).
17. IMF. 2010. „Bosnia and Herzegovina: Selected Issues.” URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10347.pdf>.
18. IMF. 2011. „Bosnia and Herzegovina and the IMF: Guide for the Perplexed.” URL: <http://www.imf.org/external/country/BIH/rr/2011/071911.pdf>.
19. Republic of Srpska Institute of Statistics. 2010. „This is Republika Srpska 2010.”
20. Republic of Srpska Investment-Development Bank. 2011. „Economic Monitor 07 – April 2011.” URL: [http://www.irbrs.org/azuro3/azuro/uploads/monitor07\\_eng.pdf](http://www.irbrs.org/azuro3/azuro/uploads/monitor07_eng.pdf).
21. Republic of Srpska Investment-Development Bank. 2012. „Economic Monitor 09 – March 2012.” URL: [http://www.irbrs.org/azuro3/azuro/uploads/monitor09\\_eng.pdf](http://www.irbrs.org/azuro3/azuro/uploads/monitor09_eng.pdf).
22. World Bank. 2008. „Bosnia and Herzegovina Investment Climate Assessment.” Report No. 48632-BA.



Најко Блајојевић<sup>1</sup>  
Силвије Орсај<sup>2</sup>

## Укључивање акција у индекс

## Inclusion of stocks in the index

### Резиме

Уврштавање у индекс једна је од техничких аномалија у фокусу дихевиористичких финансија која се не може објаснити са становишта традиционалних финансија. Полазећи од глобализације свјетских финансијских тржишта и чињенице да је хрватско тржиште кинијала значајно интегрисано с развијеним европским тржиштима кинијала, истражили смо постојање значајних промена цијена акција након њиховој уврштавања у индекс Crobex. Као резултат изведених истраживања, уочили смо значајне промене цијена акција узроковане њиховим уврштањем у индекс тржишта акција, без значајније промене обима трговања у ситуацији гдје нема индексних фондова специјализованих за инвестирање у Crobex и гдје је укључивање транспарентно и аутономно од дискреционих одлука.

**Кључне ријечи:** дихевиористичке финансије, техничке аномалије, укључивање у индекс, раст цијена акција након укључивања у индекс

### Summary

*Index inclusion is one of a technical anomaly in the focus of behavioral finance which cannot be explained from the viewpoint of traditional finance. Starting from*

<sup>1</sup> Загребачка банка д.д.

<sup>2</sup> Економски факултет, Свеучилиште у Загребу, Хрватска, silvije.orsag@zg.t-com.hr

*globalization of world financial markets and the fact that Croatian capital market is well integrated within developed European capital markets we are investigate existence of significant changes in prices of stock after theirs inclusion in index Crobex . As result of performing researches we find significant change in stock price caused by theirs including in stock market index without significant change in theirs trading volumes in situation where are no index funds specialized for investing in Crobex and where inclusion is transparent and autonomous from discreet decisions.*

**Key words:** *behavioral finance, technical anomalies, the inclusion in the index, the rise in stock prices after the inclusion in the index*

## 1. Увод

Традиционалне финансије полазе од *homo oeconomicus*, савршеног себичњака који се руководи искључиво економским мотивима и настоји максимизирати очекивано богатство. Он има рационална очекивања и аверзију према ризику, због чега инвестиционе одлуке доноси на принципу интеграције инвестиција у портфолио. На подлози таквог доносиоца одлука, развијена је хипотеза ефикасног тржишта које је немогуће побиједити. „Док су у традиционалним финансијама људи рационални, у бихевиористичким финансијама људи су нормални.” (Rompián, 2006). Стваран, нормалан човјек има пристрасна очекивања и аверзију према губитку. Због тога ће доносити инвестицијске одлуке на принципу сегрегације инвестиција. Због тога бихевиористичке финансије дозвољавају постојање тржишних аномалија које се могу класификовати на техничке, фундаменталне и временске природе. Градећи инвестиционе одлуке на основу тих аномалија, могуће је побиједити тржиште. Међутим, треба напоменути како је вјероватност за то ипак изразито мала.

**Табела 1:** *Разлика понашања homo oeconomicus и стварног човјека (према Maginn 2007)*

Инвеститор	Финансијска анализа	
	Традиционална	Бихевиористичка
Показује	Аверзију према ризику	Аверзију према губитку
Задржава	Рационална очекивања	Пристрасна очекивања
Примјењује	Интеграцију имовине	Сегрегацију имовине

Мноштво студија испитивало је ефикасност финансијских тржишта коју је дефинисао Фама (1970. Погледати и 1965, 1965 и 1976). Већина је проведена за развијена тржишта, нарочито за финансијска тржишта Сједињених Америчких Држава. Међутим, мноштво је таквих студија које обра-

ђују и друга тржишта, па тако настају и студије које посматрају ефикасност тржишта у настајању. Многе од тих студија потврђују постојање ефикасности, барем на нивоу оне слабе, а већина студија које нису пронашле ефикасност, посебно на тржиштима у настајању, нису нити оспорила постојање ефикасности. Насупрот таквим студијама, бројни су докази о постојању низа аномалија финансијских тржишта. Те се аномалије могу груписати на (Помпиан 2006): фундаменталне, техничке и каледарске.

Техничке аномалије везане су уз постојање одређених цјеновних образаца који су присутни код одређених ситуација на тржишту. Један од таквих образаца је уочен код укључивања одређене акције у цјеновни, односно тржишни индекс. Наиме, истраживању су показала како најавна, односно укључивање неке акције у тржишни индекс битно утиче на повећање њене цијена. Само уврштење неког вриједносног папира у одређени тржишни индекс резултат је понашања акционарског друштва, као и кретања цијена тога вриједносног папира кроз дуже вријеме. Уврштавање у тржишни индекс резултат је ранијих догађаја који су, у случају постојања иоле ефикасног тржишта, учесници на тржишту требали већ прихватити и уградити у цијену. Само уврштавање не доноси нове информације које утичу на цијену, па стога не би смјело доћи ни до њене промјене. Међутим, објављени радови показују да уврштавање утиче на цијену акције.

Објављене бихевиористичке студије доказују да рационални разлози за овај пораст цијена, попут повећања потражње, нових информација које доноси уврштавање у индекс, трансакцијских трошкова, те повећања ликвидности, не могу у потпуности објаснити ову појаву. На примјер, објашњење да је ипак ријеч о новим информацијама, кроз признање које се додјељује уврштеној акцији, добијају истраживања која се баве посебним промјенама или уврштењима у индексе који се аутоматски израчунавају, те су потпуно предвидљиви. Бихевиористичка образложења ове појаве разлог виде у претпоставци да у ове акције почиње улагати нова група инвеститора, која улаже у акције из индекса, те да увођење акције у такав портфељ битно утиче на понашање цијене акције. Студије су показале и да, историјски посматрано, промјена бета прати јачање индексних фондова који улажу искључиво у акције из посматраних индекса.

На основи глобализације свјетског финансијског тржишта и чињенице како је хрватско тржиште капитала формализовано Загребачком берзом и у значајној мјери интегрисано са развијеним европским тржиштима (Барбић, 2010), јавила се је идеја: испитати постојање феномена укључивања у индекс на домаћем тржишту капитала. Како је велика већина истраживања утврдила да уврштење у индексе доноси раст цијена акције, настала је хипотеза да је овај феномен присутан и на Загребачкој берзи, упркос малом броју акција и врло малом броју акција уврштених у индекс. На тај је

начин формулисани истраживачки задатак који је садржан у испитивању постојања значајнијих промјена цијена узрокованих уврштењем акција у CROBEX, акцијски индекс Загребачке берзе.

## 2. Досадашња истраживања

Феномен пораста цијена приликом најаве, односно приликом самог уврштавања акције у индекс уочио је још 1970. године Van Horne. Феномен се знатније разматра од 1986. године када је *The Journal of Finance* објавио чланке Harrisa и Gurela, те Shleifera. Међу најцитираније чланке на ову тему убрајају се и чланци Diane K. Denis, John J. McConnell, Alexei V. Ovtchinnikov, Yun Yu (2002), H. Chenm V. Singal i G. Noronha (2003) i S. G. Shankar и J. M. Miller (2006). Чланци на ову тему најчешће проучавају понашање акција уврштених у индекс S&P 500 и закључују да уврштавање доноси трајан пораст вриједности акција. Осим S&P 500 индекса, обрађени су и индекси свих највећих свјетских буерзи, те многи други. Дobar преглед радова на ову тему може се наћи код J. Andeliusa i M. Skutkowskog (2008).

Премда већина радова који су истраживали понашање акција након укључења у индексе потврђују да цијена акција расте након укључења, истраживања показују различите закључке о трајању самог повећања, па аутори нису сагласни око разлога промјене цијена. Jacob Andelius и Mathias Skutkowski (2008) су груписали разлоге пораста цијена акција након укључења у индексе у слиједеће четири групе:

1. Указивање на информације – обухвата радове који доказују да уврштење у индекс ипак носи нове информације. На примјер, уврштење у индекс попут S&P 500 о којима одлучује одбор индекса на основу критерија који нису једини мјеродавни, или да уврштење у индекс привлачи већу пажњу аналитичара и медија;
2. Притисак на цијену и несавршени супститути – радови из ове групе пораст цијена тумаче већим интересом инвеститора (претежно индексних фондова) за куповином акција које су уврштене у индекс, услијед чега цијена акције расте;
3. Трошкови информација/ликвидност – заједничко овим радовима је да доказују да се након уврштавања акција у индекс повећава количина расположивих информација о појединој акцији, чиме се смањује цијена прикупљања информација, а самим тиме и укупних трансакцијских трошкова;
4. Предрасуде приликом избора – групише радове који разлоге налазе у самим критеријима избора.

У складу с тим направили су преглед радова о укључивању акција у индекс који је приказан у табели 2.

## 2.1. Укључивање у S&P 500

S&P 500 индекс тежи приказати читаво тржиште Сједињених Држава. Акције се из истог искључују у случају банкрота или спајања с другом фирмом и најчешће се замјењују с највећом неуврштеном фирмом из исте индустрије. Између 1973. и 1983. годишње је 20-так акција уврштано у индекс, с изузетком јула 1976. када је уврштено 53 акција, претежно из финансијске индустрије (Andelius и Skutkowski 2008). До 1989. објава и уврштење у индекс су се дешавали истог дана, да би се затим промјена најавила, у просјеку пет дана прије уврштавања (Ochere, Gygax, 2007). О уврштењу одлучује Одбор Индекса који бира нове акције између акција које су на основу тржишне капитализације, индустрије, постотка акција у оптицају, ликвидности и фундаменталне анализе уврштене у потенцијалне замјене.

У већ спомињаним чланцима HARRIS и Gurela (1986), те Shleifer (1986) износи се увјерење да се цијена акција мијења у складу са кривољом потражње, те анализирају цијене акција након уврштавања у индекс S&P, с обзиром да само уврштење не доноси нове информације које би могле утицати на цијену, али утиче на потражњу за поједином акцијом. Крајем 1983.г. 35,7 милијарди америчких долара је било уложено у индексне фондове чији је циљ опонашање индекса, а исти мијењају своју структуру у складу са промјенама индекса (HARRIS и Gurel 1986). Резултат ове студије је да је првог дана након објаве уврштавања у индекс промет акцијом просјечно већи 1,89 пута него просјечни промет током претходних 8 седмица, а током првих пет дана промет је већи 1,29 пута, при чему је повећање веће у другој половини раздобља. Просјечно повећање цијене је у раздобљу од 1973. до 1977. било 0,21%, да би у раздобљу од 1978. до 1983. било 3,13%. Након тога цијене падају, те су након приближно три седмице на нивоу прије објаве уврштавања.

Shleifer (1986) обрађује дуже раздобље (1966 – 1983) и закључује да до августа 1976. није било значајнијег повећања цијена на дан објаве уврштавања поједине акције у индекс S&P. Након августа 1976.г. просјечно повећање је 2,79% и у 95% случаја ријеч је о повећању цијене. Тврди да повећање цијене траје најмање мјесец дана, а да се из података не може закључити је ли оно и трајније. За њега је важна чињеница да је повећање цијена позитивно корелирано с порастом имовине индексних фондова. Наводи и друга могућа објашњења и то могућност да је ипак ријеч о новим информацијама које доноси уврштење, разлог трансакцијских трошкова, тржишну сегментацију, те претпоставку инвеститора о повећању ликвидности.

Након ових, највећи број радова проучава понашање акција приликом укључења или искључења у S&P 500. Jain (Chen, Singal и Noronha 2003) је утврдио да код акција уврштених у додатне тржишне индексе које не пра-

те фондови долази до статистички значајног пораста приноса везаног уз дан објаве уврштавања. Pruti и Wei (Andelius i Skutkowski 2008) су доказали везу промјене састава индекса и промјена портфолија институционалних инвеститора. Dhillon i Johnson су (Chen, Singal и Noronha 2003) проучавали изведенице на уврштене акције за које су утврдили сигнификантно повећање приноса. Hedge и McDermott су између 1993 и 1998. анализирали распон позивних и нуђених цијена за куповину за 74 акције уврштене у S&P 500 индекс и утврдили су корелацију између повећаног приноса ових акција и смањеног распона (Andelius i Skutkowski 2008).

Табела 2: Преглед истраживања укључивања у индекс

Аутор(и)	Индекс	Раздобље	Предмет истраживања	Претпоставка
Shleifer (1986)	S&P 500 (SAD)	1966- 1983.	Утицај укључења на цијену и обим	Несавршени супститути
Harris/Gurel (1986)	S&P 500 (SAD)	1973- 1983.	Утицај укључења и искључења на цијену и обим	Притисак на цијену
Jain (1987)	S&P 500 (SAD)	1977- 1983.	Утицај укључења и искључења на цијену	Указивање на информације
Pruitt/Wei (1989)	S&P 500 (SAD)	1973- 1986.	Промене код институционалних инвеститора након укључења и искључења	Несавршени супститути или притисак на цијену
Dhillon/Johnson (1991)	S&P 500 (SAD)	1978- 1988.	Утицај укључења у индекс на цијену и обим акција и опција	Указивање на информације
Beneish/Whaley (1996)	S&P 500 (SAD)	1986- 1994.	Утицај укључења на цијену	Притисак на цијену
Lynch/Mendenh (1997)	S&P 500 (SAD)	1990- 1995.	Утицај објаве и самог укључења на цијену и обим	Несавршени супститути или притисак на цијену
Erwin/Miller (1998)	S&P 500 (SAD)	1984- 1988.	Утицај укључења на цијену и обим	Притисак на цијену
Liu (2000)	Nikkei 500 (Japan)	1991-1999.	Утицај објаве промјене састава индекса на цијену и обим	Несавршени субститути
Bechmann (2002)	KFX (Denmark)	1989- 2000.	Утицај објаве и саме промјене састава индекса на цијену и обим	Несавршени субститути или трошкови информација/ ликвидност
Wurgler/ Zhuravskaya (2002)	S&P 500 (SAD)	1976- 1989.	Утицај укључења на цијену	Несавршени субститути
Денис и др. (2003)	S&P 500 (SAD)	1987- 1999.	Утицај објаве и самог укључења у индекс на цијену	Указивање на информације
Hedge/ McDermott (2003)	S&P 500 (SAD)	1993- 1998.	Утицај укључења на цијену и обим	Трошкови информација/ ликвидност



Аутор(и)	Индекс	Раздобље	Предмет истраживања	Претпоставка
Gerke / Fleischer (2003)	MDAX (Germany)	1996- 2002.	Утицај објаве и саме промјене састава индекса на цијену	Притисак на цијену
Biktimirov/ Cowan/Jordan (2004)	Russell 2000 (SAD)	1991- 2000.	Утицај објаве и саме промјене састава индекса на цијену и обим	Притисак на цијену
Chen/Noronha (2004)	S&P 500 (SAD)	1962- 2000	Утицај објаве и саме промјене састава индекса на цијену и обим	Нејасно
Pape/Schmidt – Tank (2004)	STOXX 50 (Europe)	1998- 2003.	Утицај објаве и саме промјене састава индекса на цијену и ликвидност	Нејасно – недостатак доказа за ликвидност
Chakrabarti и др. (2004)	MSCI Country Indices (29 земаља)	1998- 2001.	Утицај објаве и самог укључења на цијену	Несавршени субститути и блага ликвидност у неким земљама
Shankar/Miller (2006)	S & P 600 (SAD)	1995- 2002.	Утицај објаве и самог укључења на цијену	Притисак на цијену
Mase (у припреми)	FTSE 100 (UK)	1992- 2005.	Утицај објаве и саме промјене састава индекса на цијену и обим	Притисак на цијену

Beneish и Whaley, као и Lynch и Mendelhall (Andelius и Skutkowski 2008) су показали да и након промјене начина уврштавања (након што је уведена ранија објава од самог уврштавања) S&P 500, остаје ефект повећања цијена. Међутим, највеће повећање се сада дешава у раздобљу између објаве и самог уврштавања. Wurgler и Zhuravskaya (2000) доказују да је пораст цијена акција уврштених у S&P 500 већи код акција за које не постоје блиски супститути, односно код којих је теже провести арбитражу, а чиме оповргавају теорију повећане ликвидности. У свом су се раду фокусирали на раздобље од 1976. до септембра 1989. и то на датум када су почеле најаве уврштавања у индекс. Рад закључују тезом да сваки бихевиористички модел вредновања мора првенствено доказати зашто у поједином случају арбитража не дјелује, а тек затим може истраживати о којем се ирационалном ефекту ради.

Diane и др. (2002) користе просјечне процјене аналитичара о зарадама по акцији прије и после укључења у индекс, чиме процјењују промјене очекивања инвеститора о заради посматраних акција. У раду су анализирали акције укључене од 1987. до 1999. те су закључили да је просјечан раст приноса 4,65 % који је трајан јер се након мјесец дана смањи за само 0,4%. Податке о просјечној процјени аналитичара узели су од *Institutional Brokers' Estimates System International, Inc* који скупља процјене за преко 15.000 предузећа широм свијета. Просјечне процјене прије и после укључења упоредили су с контролном групом коју су представљала предузећа слична по

дјелатности, тржишној капитализацији и ликвидности. За 52% предузећа, чије акције су уврштене у индекс, процјене су биле повећане, за 42% биле су умањене, док је у контролној групи истовремено повећана процјена за 40%, а умањена за 45%. На основу ове разлике закључују да постоји статистички значајна разлика, те да уврштење у индекс доводи до позитивнијих процјена. Поређењем реализираних приноса утврдили су да новоуврштена предузећа имају и боље резултате у односу на процјену, поређене с контролним групама. Закључак студије је да уврштење ипак доноси нове информације, премда се не може закључити да ли се приликом самог поступка уврштавања користе додатне информације којима располажу чланови S&P који одлучују о уврштењу, или се управа уврштених фирми налази под додатним притиском како би остварила боље резултате.

## **2.2. Укључивање у остале индексе**

Истраживачи су се заинтересовали за ефекте уврштавања и у друге индексе. У наставку се даје преглед радова везаних уз индекс берзе у Торонту, индексе S&P 600 и Russell 2000, те индексе берзи у Хонг Конгу, Сингапуру, Франкфурту, Копенхагену и Стокхолму.

Kaul, Mehrotka и Morck (Andelius и Skutkowski 2008) су обрадили промјену пондера индекса берзе у Торонту, при чему је повећана вриједност 33 акција које су већ биле у саставу индекса. Закључили су да је дошло до повећања вриједности од 2,34% за 31 акцију. Ово истраживање је занимљиво јер се дефинитивно не може расправљати да је приликом промјене дошло до нових информација за инвеститоре. Shankar и Miller (2006) обрађују уврштавања у S&P 600. S&P 600 индекс (Shankar и Miller 2006) је уведен у новембру 1994. с циљем стварања портфолија предузећа мале капитализације. Попут S&P 500 индекса, о уврштењу одлучује Одбор који мјесечно разматра промјене састава. Shankar и Miller су обрадили раздобље од септембра 1995. до просинца 2002. и закључили да након укључења долази до раста вриједности акција које су први пут уврштене у индекс од 5,18 % на дан објаве и додатних 3,83% до дана уврштавања. Акције које се укључују у овај индекс као резултат искључења из C&P 500 биљеже пад од 3,75% на дан објаве и додатних 4,63% до дана уврштавања. Међутим, у оба случаја је кумулативни резултат 60 дана након објаве статистички несигнификантан. У оба узорка примјећен је и значајан раст обима трговања око дана објаве, који се враћа на раније износе у року 30 дана од уврштавања. Ова истраживања су у складу с истраживањем који су провели Биктимиров, Cowan и Jordan (2004) у којем су проучавали уврштавања у Russell 2000 индекс. Russell 2000 је пасивно вођен индекс који представља средња предузећа, па су акције предузећа која се уврштавају у исти била претходно уврштена

било у Russell 1000 (већа предузећа) или у Russell 3000 (мања предузећа). Промјена индекса се обавља једном мјесечно, крајем свибња, позната је мјесец дана раније и не зависи до дискреционеј одлуке одбора. Утврђено је да 20 дана прије уврштавања долази до просјечног пораста цијене од 1,89% који се практично анулира губитком од 1,63% до 20. дана након укључења.

Shankar и Dipinder (2006) анализирају уврштавања у индексе тржишта Хонг Конга и Сингапура. HSI је индекс берзе Хонг Конга и израчунава се као пондерирани износ дневних цијена 33 акција предузећа с највећом тржишном капитализацијом. Приликом уврштавања бирају се предузећа на бази финансијских резултата и тржишне капитализације, а која уједно и представљају дјелатности хонгкошке индустрије. STI је индекс берзе Сингапура и израчунава се као пондерирани износ дневних цијена 50 акција предузећа које остварују највећи обим трговања. За разлику од америчких индекса, HSI индекс прате само два фонда, а STI само један фонд. Резултати истраживања су да приликом уврштавања у HSI индекс цијена краткорочно порасте, као и да се приликом искључења из индекса цијена смањи. У оба случаја ефект промјене цијене је поништен у року од 10 дана. Код уврштавања у STI индекс аутори нису уочили никакву реакцију.

Deiningер, Kaserer и Roos (2001) анализирали су промјене индекса њемачких берзи, DAX, DAX100 и MDAX. DAX је у српњу 1988. увела берза у Франкфурту као индекс 30 највећих предузећа која котирају на берзи. У травњу 1994. формиран је DAX100 у који је уврштено 100 њемачких предузећа изабраних између 110 највећих предузећа по тржишној капитализацији, а од сичења 1996, 70 акција које су укључене у DAX100, а нису у DAX-у, формирају индекс средње капитализације – MDAX. Закључак је ове студије на основу података од 1988. до 1997. да приликом уврштавања у индексе долази до раста вриједности од 1,72%, а приликом искључења до пада вриједности од 1,19 % на дан објаве, те даљњих 8,76% до дана промјене и све промјене су трајне.

Уврштење у италијанске индексе Mib30 и Midex обрадили су Rigamonti и Barontini (2000). Mib30 је индекс који се састоји од акција 30 највећих италијанских предузећа и израчунава се од септембра 1994, док се Midex израчунава од студеног 1997. и састоји се од слиједећих 25 акција по величини. Од почетка кориштења Midexа искључење Mib30 значи аутоматско укључење у Midex, док се у Mib30 најчешће уврштавају акције које су претходно биле у Midexу, па су аутори за потребе студије искључили акције које су у Midex уврштене након искључења из Mib30. Сами критерији за одабир акција које ће бити у саставу индекса су искључиво јавно доступни и ријеч је о комбинацији тржишне капитализације и обима трговања. Аутори су анализирали раздобље од 1995. до 1999, а како је у том периоду дошло до увођења индекса Midex, добили су три резултата:

- Прије увођења Midexa, уврштавања у Mib30 су доводила до просјечног раста цијене 7% у раздобљу од 15 дана прије објаве до дана самог уврштавања, уз раст обима трговања који је на сам дан уврштавања 6,8 пута већи од уобичајеног ранијег промета, да би се затим вратио на раније износе. Приликом искључења из индекса није запажено да је тржиште исто антиципирало, а након објаве цијена је падала за 2,44% до дана искључења, а 4,19% у раздобљу до 15. дана након објаве.
- За Midex су резултати били још већи – од дана објаве до дана прије уврштавања цијена је расла за просјечних 5,45%, а у раздобљу до 15 дана након објаве за укупних 11,03%, уз повећање обима за 2,57 пута. Приликом искључења из индекса дисперзија је већа, те цијена у раздобљу од 15 дана прије искључења до 15 дана након истога пада за 6,29%.
- Супротно резултатима других студија, уврштавања у Mib30 након креирања индекса Midex резултирају падом цијена и то за просјечних 7,59%.

Заједничко је свим уоченим промјенама да су резултати трајног карактера.

Бецхманн (2004) је обрадио промјене индекса берзе у Копенхагену, KFI у раздобљу од 1989. до 2001. KFI индекс има потпуно транспарентан начин избора акција и исте се одређују у два дијела поступка. У првом дијелу поступка се бира 25 акција на темељу дневних обима у референтном раздобљу (обично шест мјесеци) и то се бирају оне акције које су најчешће биле у овој дневној групи. Затим се од овако одабраних 25 акција бира 20 акција за индекс на основу највеће тржишне капитализације. Резултат студије је да приликом уврштавања у индекс долази до повећања цијене акције за просјечно 5%, док цијена акција које се искључују из индекса просјечно пада за 16%. Ова промјена је трајна, а прати је смањење обима трговања приликом искључења, док се приликом уврштавања не примјећује промјена обима трговања.

Andelius и Skrutkowski (2008) су обрадили понашање акција приликом уврштавања у индекс шведске берзе OMXS30 у раздобљу од 1987. до 2006. OMXS30 је потпуно транспарентан индекс који сачињава 30 акција предузећа с највећом тржишном капитализацијом (па самим тим и највећом ликвидности) са берзе у Штоколму. Међутим, аутори истичу да је проблем оваквог избора да се приликом уврштавања у индекс ради о акцијама чија је вриједност у претходном раздобљу нагло расла, па дају примјер акције Securitasa, чија је акција шест мјесеци прије уврштавања нарасла 53%, да би након уврштавања пала за 3,71%. Специфичност коју истичу аутори је да на шведском финансијском тржишту постоје само два индексна фонда. Закључак је студије да приликом уврштавања и искључења акција из индекса OMXS30 не долази до статистички битних промјена цијена.

### 3. Методологија

Crobex је службени индекс Загребачка берзе који се, иако је Загребачка берза основана још 1991. године, почео објављивати 1. рујна 1997. г. Према прописима Загребачке берзе акције требају задовољити следеће услове како би биле уврштене у Crobex:

- трговање акцијама у више од 90% укупног броја трговинских дана у посматраном временском раздобљу;
- free float тржишна капитализација међу првих 20% акција пореданих према free float тржишној капитализацији на посљедњи дан посматраног раздобља;
- промет већи од 0,5% укупног промета акција у посматраном раздобљу.

Редовна ревизија индекса обавља се по завршетку трговине, сваког трећег петка у мјесецу ожујку и рујну, те се примјењује од следећег трговинског дана, а могуће је извршити и ванредну ревизију и укључити нову акцију у индекс у случају да акција, према подацима о трговању акцијама, у првих 30 календарских дана од дана уврштавања, задовољи следеће критерије:

- трговање у 100% укупног броја трговинских дана у посматраном раздобљу;
- free float тржишна капитализација међу првих 15% акција, пореданих према free float тржишној капитализацији на посљедњи дан посматраног раздобља;
- промет акцијом већи од 0,75% укупног промета акција у посматраном раздобљу.

У складу са резултатима проведених студија, уврштавања у индекс и уврштење акција у индекс Загребачке берзе – Crobex треба резултирати порастом цијена. При томе у Хрватској не постоје индексни фондови који би улагали искључиво у акције уврштене у Crobex, што не значи да акцијски фондови који су се определијели за улагања у домаће акције не преферирају улагања у акције из тога индекса. Исто тако, уврштење у индекс Загребачке берзе у потпуности је резултат ранијег трговања поједином акцијом – односно потпуно је предвидљиво и не доноси нити једну нову информацију о појединој акцији.

Од Загребачке берзе прикупљени су секундарни подаци о уврштењима акција у индекс берзе. У складу са другим радовима, а првенствено радовима Harris и Gurel (1986), односно Schleifer (1986) циљ је посматрати промјене цијена акција прије и после објаве уврштавања у индекс (а не око самог уврштавања у индекс), па из узорка треба искључити акције за које није било могуће утврдити датум објаве уврштавања. Такође, из узорка су искључене и акције које су уврштене на основу спајања берзи. С интернетских страница Загребачке берзе су прикупљени историјски подаци за све

посматране акције о посљедњој цијени акција, постотној промјени цијене и обиму трговања акција, као и упоредни подаци о укупном обиму трговања дана, вриједности индекса, Сробеха и промјенама вриједности индекса. Прикупљени су подаци у раздобљима мјесец дана прије и два мјесеца након објаве уврштавања у индекс за посматране акције, те су исти обрађени помоћу апликације Microsoft Excell. На читавом узорку израчуната је промјена цијене мјесец прије и дан, седмица, мјесец и два након објаве, односно доношења одлуке о уврштењу у индекс, као и подаци о обиму трговања. Упоредба просјечних промјена цијена читавог узорка прије, на дан уврштавања и након уврштавања показује утиче ли уврштење акција у индекс Сробех на промјену цијене акције, а паралелна упоредба обима трговања упућује је ли разлог промјена повећање потражње за акцијом.

До 23.03.2009. године, у Сробех су биле уврштене акције 44 издаваоца у 14 редовних уврштавања. Након спајања Вараждинске и Загребачке берзе, направљена је ревизија индекса Сробех, те је спроведено највеће појединачно уврштење акција. На доступној бази података за провођење анализе укључивања у индекс, јавно доступне на интернетским страницама Загребачке берзе, постојала је евиденција о датуму објављивања доношења одлуке о уврштењу у индекс Загребачке берзе само за раздобље након 13.09.2004.г. За раздобље прије 13.09.2004. не постоји таква информација, па су уврштавања акција прије тог датума искључене из анализе. Такође, из анализе су искључене и акције које су биле уврштене у индекс Вараждинске берзе, те су у Сробех уврштене након спајања двију берзи. Како у тренутку провођења анализе још нису постојали подаци за раздобље након уврштавања акције Краша, тако ни предметна акција није обухваћена анализом. На основу свега наведеног, предмет анализе је 28 акција, чији преглед је дат у табели 3.

Табела 3: *Преглед анализираних уврштавања, с датумом уврштавања и датумом објаве*

Р. бр.	Уврштене акције	Датум објаве, односно одлуке	Датум уврштавања
1	Дом холдинг д.д.	13.09.2004.	20.09.2004.
2	Белишће д.д.	13.09.2004.	20.09.2004.
3	Францк д.д.	17.09.2005.	19.09.2005.
4	Јадроплов д.д.	17.09.2005.	19.09.2005.
5	Танкерска пловидба д.д.	17.09.2005.	19.09.2005.
6	Уљаник пловидба д.д.	17.09.2005.	19.09.2005.
7	ХУП Загреб д.д.	17.03.2006.	20.03.2006.
8	Јадранска банка д.д.	17.03.2006.	20.03.2006.
9	Петрокемија д.д.	17.03.2006.	20.03.2006.
10	Сунчани Хвар д.д.	17.03.2006.	20.03.2006.

Р. бр.	Уврштене акције	Датум објаве, односно одлуке	Датум уврштавања
11	Тисак д.д.	17.03.2006.	20.03.2006.
12	Лука Плоче д.д.	16.09.2006.	18.09.2006.
13	Техника д.д.	16.09.2006.	18.09.2006.
14	АД Пластик д.д.	09.03.2007.	19.03.2007.
15	Бадел 1862 д.д.	09.03.2007.	19.03.2007.
16	ЂУРО ЂАКОВИЋ ХОЛДИНГ д.д.	09.03.2007.	19.03.2007.
17	ИНА - ИНДУСТРИЈА НАФТЕ д.д.	09.03.2007.	19.03.2007.
18	Карловачка банка д.д.	09.03.2007.	19.03.2007.
19	ВИРО ТВОРНИЦА ШЕЋЕРА д.д.	09.03.2007.	19.03.2007.
20	Croatia осигурање д.д.	12.09.2007.	21.09.2007.
21	Хидроелектра нискоградња д.д.	12.09.2007.	21.09.2007.
22	Ингра д.д.	12.09.2007.	21.09.2007.
23	Загребачка банка д.д.	12.09.2007.	21.09.2007.
24	Магма д.д.	12.09.2007.	21.09.2007.
25	ХТ д.д.	21.01.2008.	25.01.2008.
26	Atlantic група д.д.	21.01.2008.	25.01.2008.
27	Ледо д.д.	05.03.2008.	24.03.2008.
28	Лука Плоче д.д.	05.03.2008.	24.03.2008.

#### 4. Резултати истраживања укључивања у CROBEX

За све посматране акције, осим за акцију Магме д.д., у раздобљу два мјесеца прије и дана прије и после објаве, те раздобља од седмице, мјесец и два мјесеца од уврштавања у индекс, односно доношења одлуке о уврштењу у индекс прикупљени су слиједећи подаци:

- посљедње цијене акција;
- постотне промјене цијене;
- обими трговања акцијом;
- укупни обим трговања дана;
- вриједности индекса Crobex и
- постотне промјене вриједности индекса Crobex.

Акција Магме д.д. је уврштена у индекс у краћем размаку од два мјесеца од дана излиставања на берзи, па је за њу посматрано раздобље краће од два мјесеца.

У складу са методологијом Harrisa и Gurela (1986), односно Shleifera из (1986) и каснијих радова кључни датуми за анализу укључивања у индекс су:

- дан прије и дан након објаве уврштавања како би се утврдило да ли је дошло до промјена приликом уврштавања;

- седмица, мјесец и два мјесеца након објаве уврштавања како би се утврдило да ли су промјене краткорочне или дугорочне, те
- мјесец и два мјесеца прије уврштавања како би се могла упоредити динамика кретања података прије и послје уврштавања.

Стога су из прикупљених података издвојени подаци о:

1. цијенама акција мјесец дана, односно задњег дана прије доношења (објаве) одлуке о уврштењу у индекс, те цијене слиједећег дана трговања, као и седмица, мјесец и два мјесеца послје доношења (објаве) одлуке о уврштењу у индекс;
2. обими трговања акција мјесец дана, односно задњег дана прије доношења (објаве) одлуке о уврштењу у индекс, те цијене слиједећег дана трговања, као и седмица, мјесец и два мјесеца послје доношења (објаве) одлуке о уврштењу у индекс;
3. промјенама цијена акција мјесец дана, односно задњег дана прије доношења (објаве) одлуке о уврштењу у индекс, те цијене слиједећег дана трговања, као и седмица, мјесец и два мјесеца послје доношења (објаве) одлуке о уврштењу у индекс.

На читавом узорку израчуната је просјечна промјена цијене уврштених акција мјесец прије и дан, седмицу, мјесец и два након објаве, односно доношења одлуке о уврштењу у индекс, као и подаци о обиму трговања. Подаци из читавог узорка приказани су у табели 4.

**Табела 4:** *Промијене цијене акција мјесец дана прије, те слиједеће дана трговања, седмица, мјесец и два мјесеца послје доношења, односно објаве одлуке о уврштењу у индекс у упоредби с цијеном два мјесеца прије уврштавања*

	Просјечна промјена цијене	Обим трговања раздобља
Мјесец прије	0,12	1.534.067,33
Дан након	0,81	1.379.802,86
Тједан након	0,45	1.221.488,01
Мјесец након	0,42	1.409.214,46
Други мјесец након	0,18	1.355.862,66

Према резултатима анализе сумираним у табели 4, просјечна промјена цијена акција највиша је дан након објаве уврштавања акција у индекс, што значи да цијена акција приликом уврштавања у индекс Сrobex расте, у складу са уврштењима и у друге индексе. Од посматраних 28 акција до пораста цијене након доношења, односно објаве одлуке о уврштењу у индекс, дошло је код 19 акција, односно код 67% посматраног узорка. Ефект раста је краткорочан, па се након седам дана практично преполови и остаје на тој висини и мјесец дана након уврштавања у индекс. Дугорочно овај ефект се губи, па се просјечна промјена цијене мјесец дана прије уврштавања и



други мјесец након уврштавања разликује за 0,06%. Обими трговања су за читаво посматрано раздобље врло уједначени.

Овим се показује да и у случају Загребачке берзе, а у складу са резултатима с других тржишта, након уврштавања долази до сигнификатне промјене цијене уврштене акције. Сам поступак уврштавања акција у индекс је врло транспарентан и не зависи од дискреционе одлуке било којег тијела, па самим тиме не доноси нити нове информације о акцији на тржишту, а нема нити никаквог доказа да би уврштење у индекс повећало интерес аналитичара или објављивање финансијских анализа везаних уз уврштену акцију. Шта више, обими трговања се значајније не мијењају, па је могуће утврдити да не расте интерес инвеститора за поједином акцијом, што је био очекивани закључак јер на хрватском тржишту не постоје индексни фондови који би улагали искључиво у акција из индекса берзе. Лако је претпоставити да фондови који укључују у састав акције с хрватског тржишта и прије уврштавања имају исте у свом портфељу с обзиром на релативно мало тржиште.

## 5. Закључак

У раду је доказано да и на хрватском тржишту капитала постоји образац понашања који одговара резултатима других истраживања укључивања у индекс, као и да није могуће препознати рационално образложење за ову појаву. Ограничења посматрања произлазе из чињенице да је посматрани узорак релативно мали (28 акција), а посматрана су раздобља за вријеме раста цијена акција на Загребачкој берзи (само је након уврштавања акција Луке Плоче и Технике у рујну 2006.г., те акција Леда д.д. и Луке Плоче д.д. у ожујку 2003, индекс Сrobex забиљежио пад).

## Литература

1. Andeliusa, J., Skutkowskog, M. *Valuation Effects of Indeks Inclusion – Evidence from Sweden*. University Essey from Handelshögskolan i Stockholm / Institutionen för företagande och lending, 2008.
2. Барбић, Т. *Хрватско тржиште капиталa у контексту регионалних интеграционих процеса*, докторска дисертација. Загреб : Економски факултет, 17.12. 2010, ментор Силвије Орсаг.
3. Bechmann, K. L. *Price and Volume Effects Associated with Changes in the Danish Blue Chip Index – The KFX Index*. EFMA, 2004, London Meeting.
4. Biktimirov, E. N., Cowan, A. R., Bradford, D. J. Do Demand Curves for Small Stocks Slope Down? *The Journal of Financial Research*, June 2004.

5. Chen, H., Singal, V., Noronha, G. The Price Response to S&P 500 Indeks Additions and DEletions: Evidence of Asymmetry and a New Explanation. *The Journal of Finance*, June 2003.
6. Deiniger C. G., Laserer, C., Roos, S. *Stock Price Effects Associated with Index Replacements in Germany*. EFMA 2001 Lugano Meetings.
7. Denis, D. K., McConnell, J.J., Ovtchinnikov, A.V., Yu, Y. *S&P 500 Index Additions and Earnings Expectations*. *The Journal of Finance*, August, 2002.
8. Fama, E.F. The Behavior of Stock Prices. *Journal of Business*, January, 1965.
9. Fama, E.F. Random Walks in Stock Market Price. *Financial Analysts Journal*, September-October, 1965.
10. Fama, E.F. Efficient Capital Markets: A Review if Theory and Empirical Work. *Journal of Business*, May 1970.
11. Fama, E.F. Insiders and Market Efficiency. *Journal of Finance*, September, 1976.
12. Harris, L., Gurel, E. Price and Volume Effects Asspcoated wotj Cjamges om tje S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures. *The Journal of Finance*, 1986.
13. *Managing Investment Portfolios, A Dynamic Process*. 3 ed. редакција John L. Maginn, Donald L. Tuttle, Jerald E. Pinto и Dennis W. McLeavey, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2007.
14. Pompian, M. M. *Behavioral Finance and Wealth Management*. How to Build OPTimal PORfolios That Account for Investor Biases, John Wilwy & Sons, 2006.
15. I. Otchere, A. G. Do index effects reflect idiosyncratic or industry effects? A re-examination of the winners and losers of S&P 500 Indeks Addition. *Australian Finance & Banking Conference*, 2007.
16. Rigamonti, S., Barontini, R. Stock Index Futures and the Effect on Cash Market in Italy: Evidende form Changes in Indexes Composition, EFMA 2000. Athenas Meeting.
17. Shankar, S. G. Miller, J. M. Market Reaction to Changes in the S&P Small-Caps 600 Indeks. *The Financial Review*, August 2006.
18. Shankar, S. G., Dipinder, S. R. *The effects of Index changes in the Hong Kong and Singapore stock markets*. FMA meeting Salt Lake City, 2006.
19. Shleifer, A. Do Demand Curves for Stock Slope Down? *The Journal of Finance*, 1986.
20. Van Horne. New listings and their price behavior. *The Journal of Finance*, 1970.
21. Wurgler, J., Zhuravslaya, E. V. Does Arbitrage Fatten Demand Curves for Stocks. *Working Paper No. ICF-99-12*, 2000.

*Мирко Пуљић<sup>1</sup>*

## **Макроекономска (не)стабилност Босне и Херцеговине – криза: шанса или ограничење**

## **Macroeconomic (in)stability of Bosnia and Herzegovina – crisis: opportunities or limitations**

### **Резиме**

*Одговор на питање да ли су глобални процеси манифестовани у виду финансијске кризе, шанса или ограничење развоја националне економије и одразумијева двије основне претпоставке:*

- знање и разумијевање, тј. способност интерпретације суштинне глобалних процеса и*
- познавање структуре, људских и материјалних капацитета, националне економије.*

*Наведене претпоставке се могу исцунити само под условом систематској и континуираној праћења и анализе како глобалних процеса, тако и кретања у оквиру националне економије.*

*Знање из финансија и сродних, односно граничних области омогућава усвјех у проналажењу шансе и у кризним околностима. Актери одлучивања код нас не посједују финансијску исменост, односно одговарајућа знања и разумијевање за идентификовање и реализацију повољних прилика. А криза је и шанса, давно је речено. То произилази и из саме ричке кризис, или кинеске вејји које означавају кризу и у себи садрже како опасност или ограничење, тако и шансу, односно прилику.*

<sup>1</sup> Економски факултет у Сарајеву, mirko.puljic@efsa.unsa.ba

Постојеће макроекономско стање БиХ се од једног броја политичара квалификује као стабилно. У тексту се та конституција ојорава пре-зентирањем шест макроекономских семената – крећање БДП, њуна за-носленост, стабилност цијена, стабилност девизног курса, уравнотежени биланс плаћања и уравнотежени буџет.

**Кључне ријечи:** криза, глобални процеси, стабилност, макроекономски систем, знање, разумијевање, финансијска писменост

## Summary

*The answer to the question of whether global processes manifested in the form of financial crisis, are opportunities or limitations for the development of the national economy requires two basic assumptions:*

- Knowledge and understanding, and interpretation of the essence of global processes and
- Knowledge of the structure, of human and material resources, national economy.

*The aforementioned assumptions can be met only under the condition of systematic and continuous monitoring and analysis of global processes and trends in the national economy.*

*Knowledge in finance and related fields provides success in finding opportunities in crisis circumstances. Decision making authorities do not possess adequate financial literacy and knowledge and understanding to identify and implement opportunities. A crisis is an opportunity, it has been said a long time ago. It derives from the Greek word Krisis or Chinese Wei which indicate crisis and contain danger or limitation as well as chance and opportunity.*

*The current macroeconomic situation in Bosnia and Herzegovina is deemed stable by a number of qualified officials. This paper challenges this conclusion by presenting six macro-economic segments - the growth of GDP, full employment, price stability, exchange rate stability, balanced balance of payments and balanced budget.*

**Key words:** crisis, global processes, stability, macroeconomic system, knowledge, understanding, financial literacy.

## Глобални процеси, економија земље, финансијска писменост

Криза је најчешће употребљавана ријеч у протеклих пет година. Она манифестује глобалне процесе изражене у виду финансијске кризе. Али,

свијет не тресе само криза потакнута хипотекарним кредитима у САД 2007. године. Европа је, посебно еврозона, уздрмана кризом евра која траје већ више од двије године. Истовремено, криза је присутна и у другим подручјима људске активности – политици, моралу, праву и правди, екологији, међуљудским односима, понашању људи и сл. Данас се о кризи говори више него о спорту, природним промјенама, информатичкој технолошкој револуцији, или о увијек занимљивом Холивуду и питањима љепоте и моде.

Ријеч **криза** се пише и изговара у доминантно негативном контексту. Она означава стање поремећаја, потешкоћа, невоља у коме се неки систем, људи или природа налазе. Но, не мора бити само тако. Уз негативни, ограничавајући аспект, криза може испољити и свој позитивни карактер. То, уосталом, произилази из саме етимологије ријечи криза. Долази од грчке ријечи *krisis* што значи суд, пресуда, мишљење. Користила га је грчка црква при изрицању коначног суда вјерницима о паклу или рајском небеском животу. Слично је значење и кинеске ријечи *weiji* – криза, која поред негативног, има и позитивни садржај. У сваком случају криза је ограничење, опасност, али је уз то и шанса, односно прилика. Дакле, неспорно је да криза представља неповољно, лоше стање. А колико ће она бити искориштена као шанса зависи од више фактора. Пресудно је, прије свега, питање способности креатора политике, односно кључних актера одлучивања, да „осјете” и препознају вријеме настанка кризне ситуације и узрока који би до ње могли довести. У том смислу би могли бити инсталирани сензори за рано упозоравање. Сваки систем је и конструисан по принципу давања сигнала који најављују лоше или неповољно стање. Људски организам болест најављује прехладом, упалом, температуром и сл., у ком случају слиједи лабораторијска анализа крви, урина или других лабораторијских материјала која ће бити подлога постављању дијагнозе стања пацијента и прописивању терапије. Економски систем нема уграђене такве аутоматске механизме најаве, али се по основу неких индикатора може знати шта долази. Потрошња изнад могућности – лична, буџетска, инвестициона, нпр. неминовно води у нестабилност система. Задуживање је логичан слијед потеза или наравно смањење потрошње и довођење у склад с расположивим изворима средстава. Или, раст цијена указује на неко жариште у економском систему које генерише инфлацију. Већа потрошња, трошкови, фактори структуралне или психолошке природе, могу бити генератори раста цијена што је индикација која захтијева прецизнију дијагнозу како би се дефинисале мјере интервенције.

Благовремена интервенција је од кључног значаја. Ако се узрок болести, односно генератор кризе открије на вријеме, шансе на успјех у лијечењу су велике. И обрнуто. Али ризик да се не реагује на вријеме је сасвим реалан.

Добар примјер за то је управо хипотекарна криза у САД која се могла препознати прије него што је избила и тако смањити или ублажити њене посљедице. Јер инвестицијски банкари, менаџери фондова, финансијски посредници, осигураватељи и др. су морали запазити раст балона и морали су знати да ће тај балон експлодирати, али нису реаговали. Похлепа за зарадом је била јача од способности или моћи спознаје настанка кризе. Поред тога дјелује и психолошки фактор, будући да су главни протагонисти пумпања балона окружени полтронима који их свако јутро обасипају хвалоспјевима и комплиментима о њиховој надприродној љепоти и менаџерској умјешности. Наравно, ови други су радили из интереса кога су сами извлачили из пуњења балона. И када балон пукне та скупина људи, тај менаџерски слој улизица, по правилу, остаје нетакнут и наставља свој ангажман до сљедеће прилике.

Благовремено препознавање узрока кризе и предузимање мјера на њиховом отклањању или ублажавању претпоставља постојање одговарајућег програма превазилажења кризног стања. У том би смислу у систему морале постојати институције или механизми праћења економских и финансијских токова, њихове анализе и прогнозе могућих кретања. Те пројекције, по основу урађених анализа, би требало водити у три сценарија: песимистички, оптимистички и реални, или умјерени сценариј. Сваки од сценарија би имао и мјере за његову реализацију, као и алтернативни програм који би се активирао у случају неуспјеха основног приступа.

У процесу препознавања узрока кризе важно је одговорити на питање да ли су они ендогени или егзогени. Тешко је претпоставити да они могу бити искључиво унутарњи или спољни будући да дјелују комбиновано. Могуће је да у одређеним ситуацијама тежиште постоји на једним или другим. То је важно идентификовати због природе мјера којим се дјелује на отклањање узрока и санирање посљедица кризе.

Да би се, дакле, могао понудити одговор на питање да ли су глобални процеси, манифестовани у виду финансијске кризе, шанса или ограничење развоја националне економије, требале би бити испуњене двије основне претпоставке:

- знати и разумјети природу глобалних процеса и
- познавати националну економију, њену структуру, људске и материјалне капацитете, снаге и слабости.

Наведене претпоставке се могу испунити само под условом систематског и континуираног праћења и анализе како глобалних процеса, тако и кретања у оквиру националне економије. А то, опет, подразумева постојање институција и кадра који су едуковани за те послове. Едукованост кадра би морала обухватати сва три елемента професионалног и компетент-

ног аналитичког приступа: знање, разумијевање и интерпретацију, односно примјену. То значи да је потребно знати, а довољно разумјети и интерпретирати.<sup>2</sup>

Наведена три елемента управо чине дефиницију финансијске писмености која је најпотребнија за праћење савремених глобалних процеса и кретања у оквиру националних економија. Развој финансијских институција и инструмената као основних елемената финансијске инфраструктуре захтијева одговарајући степен финансијске писмености. Она тражи образовање у подручју финансија и с њом граничних или сродних професионалних области. Кључна гранична област финансијама је рачуноводство које се може сматрати основном подлогом финансијске анализе и одлучивања. Финансијска писменост, такође, подразумијева извјесна знања из области развоја, информатике, менаџмента и права. Виши ниво финансијске писмености укључује и одговарајућа знања из квантитативних дисциплина као што су математичке и статистичке методе, те финансијска и актуарска математика. Шта је заправо финансијска писменост? Као мјеродавна узима се дефиниција ОЕЦД-а која гласи: „Финансијска писменост је способност кориштења знања и вјештина за ефикасно управљање финансијским ресурсима”<sup>3</sup>. Финансијска писменост у широј верзији је знање о финансијским производима и институцијама које их креирају и нуде, способност доношења одлука са свијешћу шанси за добитак, али и ризиком губитка. То је дакле, вјештина управљања финансијском имовином.

Три су нивоа финансијске писмености: елементарни, средњи и напредни. Елементарна финансијска писменост значи познавање неких од базичних финансијских категорија као што је нпр. камата. Средњи ниво финансијске писмености претпоставља разумијевање камате и способност њеног рачунања. А напредна финансијска писменост захтјева интерпретацију камате у контексту временске вриједности новца, односа (номиналне) каматне стопе и стопе инфлације, примјене конформне и ефективне каматне стопе, чешћег и рјеђег обрачуна камате и позиције дужника и повјериоца при томе и сл. Способност интерпретације значења неке финансијске категорије и посљедица које изазива у контексту одређеног циља физичког

<sup>2</sup> Знање, дакле, не значи само по себи и разумијевање нити даје способности коректне интерпретације догађаја, процеса, индикатора и сл. Дobar примјер за то су квантитативци – математичари, статистичари, па и инжењери који посједују знања и вјештине примјене математичко – статистичке апаратуре у економским истраживањима и који могу ријешити најделикатније и најсофистицираније моделе, али, по правилу, не разумију шта су добили и резултат не могу коректно, економском терминолошком апаратом, интерпретирати.

<sup>3</sup> OECD: *Improving Financial literacy – Analysis of Issues and Policy*, 2005. Слична логика би се могла слиједити при дефинирању језичке, техничке, информатичке и других видова писмености.

или правног лица највиши је степен финансијске писмености. То, наравно, укључује познавање прописа који регулишу финансијско пословање, као и канала и технологије његовог обављања.

Потпуна финансијска писменост је фактор кредитбилитета и компетентности актера одлучивања о финансирању, инвестирању и расподјели добити. На нивоу компаније, то је способност читања финансијских извјештаја и анализирања односа између величина биланса стања, биланса успеха и токова готовине. На нивоу националне економије, она значи способност праћења БДП, платног и трговинског биланса, цијена, девизног курса, буџета, задужености и сл.

Систем образовања је у непосредној функцији финансијске писмености. У развијеним земљама основне финансијске категорије се изучавају већ у основним школама, а неке финансијске дисциплине су саставни дио обавезног образовања у свим средњим школама и на свим факултетима. Због тога је степен финансијске писмености у тим земљама далеко виши. Но, главни подстицајни фактор таквом стању је и сам финансијски амбијент тих земаља који је развијен до нивоа да тражи релативно велики број људи средње и напредне финансијске писмености и најширој јавности намеће потребу овладавања елементарним знањима из финансија. У том смислу се та елементарна знања сматрају саставним дијелом опше културе становништва.

Посљедице финансијске неписмености или недовољне финансијске писмености се испољавају у виду незавидне пословне и финансијске позиције која се покушава ријешити (рјешавати) задуживањем. То се у истој мјери односи на појединце, домаћинства, компаније, као и институције државе. Задуживање је углавном потреба, али неријетко и насиједање на рекламне позиве и трикове финансијских институција којима је тешко одољети. Отприлике је то увод у хипотекарну кризу која је изазвана високо ризичним (суб-приме) кредитима као и причу о кредитима с валутном клаузулом (фамозним „швицарцима“) у Хрватској и Босни и Херцеговини. Садржај неких аранжмана које нуде финансијске институције дужници не познају. У другим случајевима недовољно опрезно прихватају те аранжмане не улазећи у процјену онога што садрже уговори о кредитима, посебно онога што пише ситним словима и што представља извјестан ризик. Проблем није у задуживању самом по себи. Проблем је заправо везан за мјеру и сврху задуживања. Неке процјене говоре да најмање петина дужника западне у потешкоће и уђе у дужничку кризу која значи дужничко ropство. Свјетска здравствена организација процјењује да половина дужника пати од депресије са суицидалним поривом код неких од њих. У посљедње вријеме свједочимо проблему жираната као реперкусији претјераног и неопрезног



задуживања грађана и давању гаранције о уредном враћању кредита од стране жираната, као и потресима које је изазвала претјерана задуженост неких земаља.

О финансијској писмености смо казали ријеч више управо због тога што она може бити најчвршћа брана настанка кризе, или када се она већ појави, помоћи ублажавању и благовременом санирању њених посљедица. Наравно, уз финансијску писменост су потребна знања, разумијевања и способности интерпретирања из многих других области које су изложене ризицима поремећаја, односно кризе.

### **Економија БиХ, њена (не)стабилност, финансијска писменост**

Слика финансијске, па и опште писмености код нас је, нажалост, веома лоша. Уствари, у ситуацији ниске опште писмености становништва нереално је очекивати виши степен финансијске писмености. Поменимо само чињеницу да најмање 10-так процената укупног становништва наше земље не зна читати и писати, а да сваки четврти становник нема потпуну основну школу, односно не посједује елементарну општу писменост. Наведене податке статистика заснива на анкетним истраживањима. Поузданије податке можемо добити пописом становништва који коначно треба да се обави ове године.

Када говоримо о финансијској писмености процјене су да је проценат оних са елементарним знањем из финансија мањи од пет, а да нивои средње и напредне финансијске писмености могу бити највише један проценат. У овом случају се ради о процјени која је изведена из броја свршених економиста финансијско-рачуноводственог смјера и специјалистичких курсева и тренинга из области финансија. Као и свака друга, и ову процјену треба узети с резервом због тога што одражава формалну финансијску писменост која кореспондира с бројем диплома стечених на високошколским институцијама. Ако имамо у виду чињеницу да је у протеклих десетак година дошло до експанзије мреже факултета и виших школа и рапидног раста броја дипломираних студената, онда се може претпоставити да је стварна финансијска писменост далеко испод формалне. Тим прије што је област финансија и рачуноводства, с маркетингом и менаџментом, најатрактивнија за оснивање приватних факултета и универзитета и неконтролисана производњу диплома. У већини случајева те дипломе компромитују професију јер не гарантују одговарајуће знање, разумијевање и способност интерпретације односно примјене знања. Нажалост и студији на јавним (државним) факултетима економског усмјерења не могу, под притиском броја уписаних и новог режима студија, осигурати потребан квалитет. Сасвим је

извјесно да је то на дуго рок гледано, најизраженије неуралгично питање нашег друштва којим би се надлежне институције хитно требале позабавити. Иначе ће последице бити врло тешке.

Дијелом због тога, а дијелом због негативне кадровске селекције, протагонисти наше друштвено-економске сцене се не могу похвалити знањима из финансија и економије која би морали посједовати за професионално и компетентно вођење послова. Очигледно је да су та знања, генерално цијенећи, оскудна и да не омогућавају нити праћење глобалних процеса нити потпуно схватање свега онога што се дешава у економији земље. То се односи, мање-више, на изабране функционере како извршне, тако и законодавне власти. Пуно је примјера који потврђују ову констатацију. Ми ћемо навести само један примјер који говори о недовољном знању, непотпуном разумевању и неспособности задовољавајуће интерпретације и благовременог предузимања адекватних мјера на препознавању узрока кризе и њиховом предупређењу. Ради се о **макроекономској (не)стабилности**, синтагми која се често помиње од стране званичних представника босанскохерцеговачких институција, као и представника међународне заједнице у БиХ. Њу смо ставили и у наслов нашег прилога управо због тога што сматрамо да би се она морала разумјети како би се исправно тумачила.

О макроекономској стабилности говоримо у условима у којима постоји стабилност цијена, стабилност девизног курса (равнотежа платног биланса) и пуна запосленост. У економској теорији се то назива **магичним троуглом** циљева економске политике земље. Ако би се одређивао ред приоритета, онда би на првом мјесту била пуна запосленост као кључни циљ економске политике у чијој функцији би биле политике цијена и курса. Наравно, говори се о циљевима дугог рока који се остварују уз краткорочна могућа одступања од тачке равнотеже. Због тога је потребна адекватна економска политика, а у оквиру ње флексибилна монетарна и фискална политика. Управо на флексибилнијем приступу вођењу монетарне и фискалне политике формулисан је модел превазилажења кризе у САД и Енглеској, као и у Европској унији.

Шира интерпретација макроекономске стабилности и циљева економске политике у функцији њеног постизања укључује сљедеће:

- задовољавајући раст бруто домаћег производа (БДП),
- пуну запосленост људских и материјалних капацитета,
- стабилност цијена,
- стабилност девизног курса,
- уравнотежен платни биланс и
- уравнотежен буџет.

Овој листи од шест основних аспеката макроекономске стабилности могли би се додати још неки од којих се у економској теорији најчешће помињу умјерена (оптимална или циљана) задуженост, праведна расподела националног дохотка, стране инвестиције и сл. Ако се, дакле, остварују наведени циљеви може се говорити о постигнутој макроекономској стабилности. И обрнуто. Наравно да макроекономску стабилност не треба схватити стриктно, у апсолутној мјери. Дакле, пуну запосленост треба разумјети као циљ који не подразумејева нулту незапосленост, него незапосленост која се мјери неком стандардном, конвенционалном, мјером од 4-5% радно активног становништва које није запослено. Мало је земаља данас које могу задовољити тај критериј. Јер, глобална финансијска криза је учинила своје. Земље које су традиционално имале оптималну стопу незапослености, као што су САД и земље ЕУ, данас незапосленост мјере стопама вишим од 8%. Исто тако не постоји апсолутна стабилност цијена, курса, платног биланса, буџета. Она је релативне природе и важно је да битније не одступа од еквилибријума.

А каква је ситуација код нас? Незадовољавајућа и са становишта разумијевања и интерпретирања макроекономске стабилности и што је још поразније, са становишта њеног остварења.

Ево неколико илустрација наше стварности.

Кретање БДП БиХ у посљедњих седам година карактеришу сљедеће реалне стопе<sup>4</sup>:

2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
3,9%	6,0%	6,1%	5,6%	-2,9%	0,7%	1,3%

Процјена за 2012. је 0%, а исто се односи и на 2013. годину<sup>5</sup>.

Очигледно је да се са становишта реалног кретања БДП у овом периоду не може говорити о макроекономској стабилности. Два су разлога за то: реалне стопе промјена су неуједначене, **нестабилне**, а поред тога, што је горе, оне су, посебно у посљедње три године врло ниске, а 2009. је чак остварен пад БДП. Не треба нам никако бити утјеха да је у Србији 2011. године остварен пад БДП за високих 9,1%, а процјена за 2012. говори о даљњем паду од чак 8,6%. Или, Словенија је 2011. имала пад БДП за 1,1%, а процјена за 2012. је 0%. Хрватска је у 2011. имала скроман раст од 0,9% (послије пада у 2010. од 1%), а процјена за 2012. је раст од 0,4%. С друге стране има врло позитивних примјера као што су, нпр., Тајланд са стопом раста од 13,9% у 2011. и процјеном од 6% за 2012, Кина 9,1% и 7,8%, Чиле 7,1% и 5,2%, Колумбија

<sup>4</sup> Агенција за статистику БиХ, *Саопштење БДП за БиХ 2011.*, производни приступ, јун 2012.

<sup>5</sup> *South East Europe Regulator Report*, No. 3, 18.12.2012.

6,7% и 4,4%, Норвешка 4,7% и 4%, Мексико 3,5% и 3,9%, САД 2% и 2,1% итд. Или, неке од многољудних земаља у 2012. ће остварити релативно високе стопе раста БДП: Индонезија 6%, Индија 5,8%, Пакистан 4,2%, Русија 3,7% итд.<sup>6</sup>

С кретањем БДП код нас не можемо бити задовољни и због тога што располажемо потребним људским и материјалним ресурсима за његов значајнији раст. БиХ ипак има младу и релативно едуковану радну снагу као што постоје потенцијали у енергетском сектору и пољопривреди. А ту су и могућности везане за путну привреду. Заправо сматрамо да би управо енергетика, пољопривреда и путна привреда могли бити приоритети развоја јер би инвестиције у ове дјелатности получиле релативно највеће директне и индиректне учинке на раст БДП, запошљавање, потрошњу и животни стандард становништва. Истовремено би се остварио снажан мултипликативни учинак на друге гране привреде, као и на промјену односа у трговинском билансу земље.<sup>7</sup>

Енергетика би, наиме, омогућила извоз струје, а већа пољопривредна производња супституцију увоза и тако би се побољшала покривеност увоза извозом. Осим тога, стопе раста БДП код нас би морале бити више и због релативно ниске основице обрачуна која је посљедица губитка ресурса у деведесетим годинама прошлог стољећа.

Конфузију у статистику БДП и њено кориштење додатно уноси начин обрачуна БДП. У том смислу постоје три методолошка приступа: производни, расходни и доходовни.<sup>8</sup> Код нас се примјењују прва два приступа. Основна разлика између њих је у томе што се према производном приступу додана вриједност генерише из индустријске активности земље, а према расходном вриједност БДП произлази из различитих видова потрошње, инвестиција и извоза.

Агенција за статистику, чији су подаци званични, користи производни приступ. Расходни је у фази експерименталне примјене. Централна банка своју статистику БДП заснива на подацима Агенције за статистику, односно на производном методолошком приступу. Међутим Дирекција за еко-

<sup>6</sup> *The Economist*, 17 – 23. новембар 2012. година

<sup>7</sup> Као илустрацију ћемо навести податак да изградња аутопута изазива позитивне афекте у виду директних финансијских користи на 42 привредне дјелатности. Навест ћемо само неке према критерију висине потенцијалне користи: грађевински материјал, саобраћај и везе, црна металургија, трговина, занатске услуге, камен и пијесак и др. Није тешко симулирати те користи по основу инвестиција у аутопут на Коридору Vc у износу од 6 млрд. КМ. Види: *Feasibility study изградње аутопута на Коридору Vc*, Министарство комуникација и транспорта БиХ, Сарајево, децембар 2006. године, стр. 8 – 49, 50 и 51.

<sup>8</sup> Види: *Национални рачуни – друштво домаћи производ*, 2007. година, тематски билтен 01, Агенција за статистику БиХ, Сарајево, 2008. године, стр. 7 – Предговор.

номско планирање БиХ (ДЕП) вриједност БДП израчунава по расходном методу.<sup>9</sup> Приступ Дирекције слиједи Министарство финансија и трезора БиХ због показатеља о задужености земље.

Разлике у висини БДП израчунаог по два наведена приступа су врло велике. То показујемо у сљедећем прегледу:

у млрд. КМ

Година	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Година	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
ДЕП	24,4	28,1	27,9	28,0	28,7
Агенција за статистику и ЦБ БиХ	21,8	24,8	24,0	24,6	25,5
Разлика	2,6	3,3	3,9	3,4	3,2

Релативна разлика се креће од 11,9% у 2007, до 16,3% у 2009. године. Питање је да ли су оволике разлике као посљедица методологије израчуна реалне и објективне. На то питање би одговор могла понудити озбиљнија стручна анализа. Неспорно је, међутим, да креаторима економске политике и актерима власти више одговара примјена расходног приступа због тога што пружа пуно љепшу слику стања привреде и друштва. Одједном се, без додатног напора, нових улагања, повећане запослености и продуктивности рада, повећава кључни показатељ развијености земље. По основу тога расте висина БДП *per capita*, смањује се степен задужености земље, пада удио буџетске и јавне потрошње у БДП и сл. Како се овог раније нисмо сјетили?

**Задовољавајућа (пуна) запосленост људских и материјалних капацитета је посебно изражен друштвено – економски проблем БиХ.** Стопа незапослености код нас је несразмјерно висока. Према званичним подацима Агенције за статистику БиХ, незапосленост је 31.12.2011. године износила 28% - ФБиХ 29,4%, РС 25,6% и БД 32,3%.<sup>10</sup> Ако се искључи сива економија, онда је стопа незапослености 44%. Но, узмимо у обзир званични статистички податак од 28%. Мало земаља у свијету има стопу незапослености изнад 25%. Двије земље регије су на врху те листе: Македонија и Србија с 32% незапослених.<sup>11</sup> Звучи нестварно да земље које проживљавају тежак пери-

<sup>9</sup> *Стратегија развоја БиХ*, коју је урадила Дирекција за економско планирање све процјене изводи из величине БДП добијеног по расходном методу. Види: „Стратегија развоја БиХ”, ДЕП БиХ, 16.09.2010. године

<sup>10</sup> И овај као и сваки други статистички податак са становишта вјеродостојности може бити мањкав. Он се изводи из процјене (јер није било пописа) укупног броја становништва, затим радно способног, неактивног и активног становништва. Уз то се проводе и анкетна истраживања посредством завода (агенција) за запошљавање.

<sup>11</sup> Мада *World Economic Outlook* за Србију даје податак о 24% незапослених. То је још један разлог да статистичке податке треба узети са извјесном резервом. Посебно када се ради о више извора у којим се врло битни подаци о БДП, запослености, цијенама и сл., значајно разликују. Види WEO, IMF, октобар 2012. године

од кризе имају релативно подношљивије стање у области запошљавања од наше земље. Према подацима World Economic Outlook, незапосленост у Грчкој у 2011. години је износила 17,3%, а процјена за 2012. годину је 23,8%. Незапосленост у Шпанији 2011. је била 21,7%, Ирској 14,4%, Португалу 12,7% итд. ЕУ 10, посљедња група земаља примљених у Европску унију: Бугарска, Румунија, Чешка, Словачка, Пољска, Мађарска, Словенија, Естонија, Литванија и Латвија има незапосленост од око 11%.

Када би, дакле, сви други параметри економског стања били идеални, због незапослености наш макроекономски систем не би могли представљати стабилним.

**Стабилност цијена**, такође, код нас не постоји. Погледајмо како су се оне кретале у посљедњих неколико година.

Просјечна годишња стопа раста потрошачких цијена:

2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
3,8%	6,1%	1,5%	7,4%	-0,4%	2,1%	3,7%

За 2012. годину је процијењен раст цијена по стопи од 2,3%. Једноставна рачуница показује да кумулативни раст цијена у периоду 2005 – 2012. износи 29,4%. Нимало стабилно. Тим прије што је стопа незапослености драматична и што због тога нема притиска на тражњу која би доводила до раста цијена и што је у примјени Currency Board Arrangement као осигурач стабилности цијена.

Цијене треба посматрати у контексту укупних економских кретања и толерисати релативно вишу стопу раста ако истовремено с њом расте производња, запосленост и БДП. Таквих примјера имамо данас. Поменућемо Турску чија се стопа раста цијена за 2012. процјењује на 9,2% уз стопу незапослености од 8,4% која је нижа од стопе незапослености земаља еврозоне (11,6%) и нешто испод стопе незапослености САД и Енглеске. Можемо навести и Индију са инфлацијом од 9,4% и стопом незапослености од 9,8%, Пакистан с растом цијена од 10% и незапослености од 6% итд. Дакле, инфлација је чак пожељна ако стимулише привредна кретања. У том случају би се радило о инфлацији тражње која би била потакнута монетарним фактором, а не о инфлацији трошкова која погубно дјелује на привредна кретања. По свој прилици код нас је у питању управо овај други тип инфлације који прати висока незапосленост.

Према подацима часописа „The Economist”<sup>12</sup> једина земља без инфлације у 2012. ће бити Швицарска која ће имати пад цијена односно дефлацију од 0,6%. Стопа незапослености је магичних 3%. Због тога је она у врху листе земаља с најбољим условима и квалитетом живота, као и степеном кон-

<sup>12</sup> Види: „The Economist”, 17 – 23. новембар 2012. године

курентности пословних субјеката. Нулта инфлација је карактеристична за Јапан итд.

Да закључимо. Што се тиче цијена БиХ се може сврстати у групу земаља умјерене инфлације. Проблем се, међутим, јавља најмање у двије равни. Прво, на релативно дужи рок и овакав раст цијена обара куповну моћ становништва због тога што, генерално говорећи, примања спорије расту од раста цијена. И друго, у условима везане валуте интервалутарна вриједност КМ није еквивалентна њеној вриједности на домаћем тржишту. Због тога могу настати ломови изазвани падом вриједности новца у земљи и растом његовог девизног курса као посљедице раста вриједности резервне валуте. Не постоје анализе код нас које би се бавиле утицајем ових промјена на животни стандард становништва, трговинску размјену са иностранством, дужничку позицију и сл. А познато је да би у условима тржишне економије интервалутарна и домаћа вриједност новца морали функционирати по принципу спојених посуда. Као уосталом девизне резерве Централне банке и сума емитираног новца. Уз све је важно запазити да наш Currency Board није препрека инфлацији.

Стабилност девизног курса је четврти индикатор стања макроекономског система. Босна и Херцеговина има специфичан модел управљања новцем – Currency Board Arrangement (СВА), колоквијално Валутни одбор, који је заснован на правилу да емитовани износ конвертибилне марке мора бити покривен девизним резервама Централне банке.<sup>13</sup> У оквиру СВА је и везивање КМ за евро као резервну валуту.

Уз изјаве које се могу чути или прочитати како су код нас цијене стабилне иду и оне којима се констатује стабилност девизног курса КМ. Опет некоректно, односно погрешно. Или друкчије, блаже, формулирано: дјелимично тачно. О чему се заправо ради? Ради се једноставно о томе да је само стабилан однос вриједности КМ и евра као њеног сидра. Тај однос је фиксиран. Но, однос вриједности КМ и свих других валута је промјењив, дакле нестабилан. Степен те промјењивости је непосредна посљедица односа вриједности евра и тих других валута. Те промјене могу бити интензивније због чега изазивају реперкусије на трговинске и финансијске односе са пословним партнерима с којима користимо долар, швицарски франак или британску фунту као средство обрачуна и плаћања. Исто тако то може имати озбиљније импликације на БиХ као дужника ако се њене обавезе према међународним финансијским организацијама или владама неких земаља

<sup>13</sup> Овом приликом се нећемо бавити чињеницом да је модел СВА ригиднији од свих познатих у историји новца јер подразумева слободне резерве (вишкове) Централне банке као разлику између монетарне пасиве као обавеза Централне банке и њене имовине у облику девизних резерви односно девизне активе. О томе смо, као и ширем контексту СВА, писали и говорили у више наврата.

изражавају у тим другим валутама. О томе, такође, не постоје потребне анализе, или оне, ако постоје, нису доступне јавности.

Већина земаља у свијету управља девизним курсом. Заблуда је вјеровати да је он резултат слободног дјеловања понуде и потражње. На однос понуде и потражње утичу централне банке и интервенцијама куповине и продаје страних средстава плаћања вриједност домаћег новца одржавају у жељеном оквиру. Девизни курс је, у основи, у функцији регулисања трговинских и платних односа земље са иностранством. Њиме се, колико је могуће, подстиче извоз. Најбољи примјер за ту констатацију је Кина и њен јуан. СВА нама не омогућава вођење политике девизног курса као што је, уосталом и случај с монетарно-кредитном политиком.

**Уравнотежен биланс плаћања са иностранством** је важна компонента стабилности макроекономског система. У пракси се ријетко сусрећу примјери потпуног биланса трговинских и финансијских односа земље са иностранством. Стање платног биланса одступа од тачке равнотеже као што осцилира и девизни курс неке валуте.

У нашем је случају присутна дугорочна, фундаментална, неравнотежа. То је посебно изражено у случају нашег трговинског биланса који показује изузетно високе дефиците. То ћемо дати у сљедећем прегледу.

Салдо робне размјене (млрд КМ)<sup>14</sup>

2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
-7,7	-6,7	-8,1	-9,4	-6,7	-6,3	-7,1

Невјероватно, али, нажалост, истинито. Значење ових цифара се још боље схвати када се узме у обзир чињеница да се тек половина увоза покрива извозом. На дуго рок самоубилачки. А ми ипак опстајемо највише захваљујући дознакама из иностранства које су од 2008 – 2011. износиле: 3.7, 3.2, 2.7 и 2.8 млрд КМ респективно.<sup>15</sup> Ове дознаке поправљају биланс плаћања и негативни салдо текућег рачуна значајно смањују. Од 2008. године он износи<sup>16</sup>:

(млрд КМ)

2008.	2009.	2010.	2011.
-3,5	-1,5	-1,4	-2,2

За 2012. се негативни салдо текућег рачуна процјењује на 2,1 млрд КМ. Дакле, врло лоша слика стања платног, а посебно трговинског биланса која би требала бити предмет озбиљних анализа и мјера којим би се она мијењала. Бојати се, пак, да ће овакво стање потрајати и да задуго нећемо ући у зону стабилности макроекономског система.

<sup>14</sup> Види: *Билџен Централне банке БиХ*, бр. 3, 2012.

<sup>15</sup> У односу на БДП, по производном приступу, то износи: 15%, 13%, 11% и 11% респективно. Види: *Билџен ЦББиХ*, већ наведено.

<sup>16</sup> *Билџен ЦББиХ*, бр. 3, 2012.



И коначно буџетска и потрошња ванбуџетских фондова је од 2008. године дефицитарна. Нећемо се бавити бројкама будући да се у основним изворима битно разликују.<sup>17</sup> Сумњамо, у ствари, да су оне у било ком извору вјеродостојне због тога што се право стање не зна или ако се зна оно није доступно јавности. Склони смо вјеровати да су стварни износи дефицита далеко виши од оних који се објављују. Но, најважније је, у контексту овог прилога да смо и у овом домену, буџетске и ванбуџетске потрошње, далеко од стабилности. Прије би се могло рећи да се стање погоршава и да улазимо у спиралу дужничке зависности јер те дефиците финансирамо дугом, а њега враћамо новим задужењем.

\*\*\*

Из предњег је сасвим јасно да ни један од шест разматраних сегмената макроекономског система не пружа основу за позитивно кориштење синтагме макроекономске стабилности. Напротив. Неки од тих сегмената су управо неуралгичне тачке система. Прије свега се то односи на драматичну незапосленост, алармантно висок дефицит трговинске размјене, дефиците буџетске и ванбуџетске потрошње и кретања БДП. А да шире не помињемо нека друга питања која такође осликавају стање макросистема као што је јавни, нарочито спољни дуг, или избор извођача радова на изградњи појединих дионица аутопута. Али, само по реченицу. Неопростиво је да ова земља у овом тренутку има 1,8 млрд КМ неповучених, неангажираних, средстава по основу кредитних аранжмана с међународним финансијским организацијама.<sup>18</sup> На тај се износ чак плаћају пенали. А више од једне млрд се односи на пројекте из реалног сектора. А што се тиче избора компанија, треба рећи да је несхватљиво да домаће грађевинске организације не могу добити посао или да га добију пошто стране фирме одустану или банкротирају. Невјероватно је да се домаће институције и њихови представници не могу одупријети притиску међународних „посредника” да послове добивају стране фирме, које, по правилу узму провизију, а домаће као подизвођачи изводе радове.

Згодну, трагикомичну, илустрацију односа према домаћим компанијама смо запазили у дневним новинама.<sup>19</sup> Наслов текста гласи: „Турцима посао од 350 мил. КМ”. У поднаслову се каже: „Од уговора ће користити имати и седам БиХ грађевинских компанија”. Испод слике с потписа уговора стоји текст: „Коридор Vc шанса за БиХ раднике”. Овоме, претпостављамо, није потребан коментар.

<sup>17</sup> Погледати *Билтен ЦББиХ*, WEO, Извјештај Свјетске банке објављен 18.12.2012. године

<sup>18</sup> Види: *Прејлед неангажираних средстава*. Министарство финансија и трезора БиХ.

<sup>19</sup> Погледати: „Ослобођење”, 22.12.2012., стр. 13

## Закључак

На основу наведеног, а у циљу давања одређене предности домаћим фирмама, требало би примијенити принцип позитивне дискриминације.

Снисходљивост према међународним финансијским организацијама показујемо и у многим другим случајевима. Управо је забавно пратити комуникацију с ММФ-ом и Stand-by аранжман. Тај кредит се приказује као успех и спасоносно рјешење које диже рејтинг БиХ. Наглашава се ниска каматна стопа, дуг период отплате, а не одговара се на два кључна питања: зашто се дошло у овакву ситуацију и зашто се задужујемо ради затварања буџетских рупа?

Поправљање макроекономског стања (нестабилности) наше земље можемо очекивати када повећамо квантум знања и разумијевања, те коректног интерпретирања глобалних процеса и кретања у националној економији, односно када побољшамо општу, а нарочито финансијску писменост, прије свега актера одлучивања, па и укупне јавности. Уз то се, наравно, мора појачати одговорност, компетентност и професионални приступ послу. До тада ћемо слушати причу о „стабилности” потпуно деформираног макроекономског система код нас.

## Кориштени извори

1. Агенција за статистику БиХ. Национални рачуни – бруто домаћи производ 2007. *Тематски билтен 01*, Сарајево, 2008.
2. Агенција за статистику БиХ. *Саопштење БДП за БиХ 2011. производни индекс*, јун 2012.
3. *Билтен Централне банке БиХ*, бр. 3/2012.
4. Централна банка БиХ: *Извјештај о финансијској стабилности 2011.*
5. IMF. *World Economic Outlook*, октобар 2012.
6. *South East Europe Regular Report*, No. 3, 18.12.2012., Свјетска банка
7. OECD. *Improving Financial Literacy – Analysis of Issues and Policy*. 2005.
8. *The Economist*, 17 – 23. новембар 2012.
9. *Feasibility Study изградња аутовега на Коридору Vc*. Министарство комуникација и транспорта БиХ, 2006.
10. ДЕП. *Стратегија развоја БиХ*. 2010.
11. Пуљић, М. *Финансијска писменост код нас*. X међународни симпозиј. Неум: Удружење рачуновођа и ревизора ФБиХ, 2008.
12. Пуљић, М. *Финансијске претпоставке и могућности превазилажења кризе у БиХ*. Корпоративно управљање. Дубровник: Revicon, 2012.

Катиа Шкарић Јовановић<sup>1</sup>

## Финансијско извештавање о улагањима у заштиту животне средине

### Financial reporting on investments in environmental protection

*Ми смо део земље и она је део нас. Мирисно цвеће наше су сесире, јелен, коњ, велики орао, сви они су наша браћа. Сивеновићи врхунци, сочни њашњаци, тојлила шела њонија и човек - сви њријадају истој њородици.*

*Ми знамо: земља не њријада човјеку. Човјек њријада земљи. Ми њо знамо. Све је њовезано као крв која уједињује обѡиел. Све сѡвари су њовезане. Човјек не ѡка ѡкиво живоѡа, ми смо само једна ниѡ у ѡкању. Шѡ ѡод чини ѡкању, чини и сеѡи самоме.*

*Из одговора ѡѡлавице Seattle, 1854. ѡдине  
Абрахаму Линколну, односно ѡредседнику Пирсону*

#### Резиме

*Корѡраѡивно извешѡавање фокусирано на финансијске ѡерформансе извешѡајних енѡиѡеѡа, ѡресѡало је да исѡуњава ѡромењене и све шире ѡѡѡреде инвестѡиѡѡра и осѡале рачуноводсѡивене јавносѡи. Наѡѡри који се чине да се овим новим ѡѡѡредама одѡовори довели су до усѡѡѡављања и развоја рачуноводсѡива живоѡне средине, као дела финансијској и уѡрављачкој рачуноводсѡива. Полазну основу акѡивносѡи на зашѡиѡи живоѡне средине чине законски ѡѡѡиси којима се намеће обавеза ѡѡклањања и сѡречавања*

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

насталих штеља по живојну средину. Компаније имајући у виду свој примарни циљ – повећање добитства власника, наведене активности не предузимају добровољно, или ако их и предузимају, онда то чине у недовољној мери. Извештавање о активностима срачунаним на заштити живојне средине доноси вишеструке користи како друштву, тако и компанијама. У Републици Српској постоји солидан законодавни оквир за предузимање активности на заштити живојне средине, док је у исцрпљивању обавеза и финансијском извештавању направљен тек први корак.

**Кључне речи:** *рачуноводство заштите живојне средине, нормативна основа заштите живојне средине, Глобална иницијатива извештавања, извештај о живојној средини индикатори живојне средине, индикатори еко-ефикасности*

## Summary

*Corporate reporting focused on the financial performance of the reporting entity ceased to meet the changed and ever expanding needs of investors and other accounting public. Efforts being made to respond to these new requirements have led to the establishment and development of environmental accounting as a part of financial and management accounting. The basic premises of activities on protecting the environment are legal policies which impose obligations to eliminate and prevent the environmental damages. Companies considering their primary goal - increasing owners wealth, do not take these activities voluntarily or if they take them they do not do it sufficiently. Reporting on the activities calculated on the environment protection brings multiple benefits to society and businesses. Republic of Srpska has a solid legal framework for undertaking activities to protect the environment, while it has only taken a first step in fulfilling the obligations and financial reporting.*

**Key words:** *environmental accounting, the normative basis of environmental protection, the Global Reporting Initiative, report on environment, environmental indicators, indicators of eco-efficiency.*

## Увод

Да ли је касно да сви схватимо да без здраве животне средине нећемо опстати? Како помирити економију и екологију? Дуго је економија имала предност у односу на екологију и то нас је довело до тога да имамо све мање чисте воде, чистог ваздуха и незагађене земље. Упозорења која нам приroda шаље постају све драматичнија. Доминантан циљ пословања који се

у многим корпорацијама изражава кроз остварење што вишег профита у што краћем року, независно од штета које на дуг рок доноси, мора бити замењен одрживим развојем компанија на кратки, средњи и дуг рок уз очување животне средине. Финансијска и економска криза која још увек траје је само истакла у први план неопходност да глобална и националне привреде као и појединачна привредна друштва у пословању морају водити рачуна о економским и еколошким оквирима. Корпоративна одрживост како се у пословној пракси и литератури означава, није ништа друго до пословање које је на дуги рок оријентисано на то да поред економских, узима у обзир социјалне и еколошке последице својих процеса и перформанси. Нужности изградње новог приступа циљевима пословања су већ дуже времена свесни не само представници академске заједнице, већ и представници владе и њених регулаторних тела и, нарочито, инвеститори.

Корпоративно извештавање фокусирано на финансијске перформансе извештајних ентитета, престало је да испуњава промењене и све шире потребе инвеститора и остале рачуноводствене јавности. Иако су се још у последњој четвртини прошлог века у финансијским извештајима великих светских компанија, које су усвојиле социјалне и еколошке политике, почеле наводити информације о улагањима компанија срачунатим на унапређење друштвене и животне средине, ипак се тек почеком овог века почиње систематски, на глобалном нивоу, радити на промени до тада постојећег система корпоративног финансијског извештавања. Један од резултата ових напора је успостављање и развој рачуноводства животне средине, као дела финансијског и управљачког рачуноводства.

Иако је на глобалном нивоу већ отпочео процес стварања система интегрисаног финансијског извештавања, наше компаније су још увек оријентисане на класично корпоративно извештавање. Пут до интегрисаног финансијског извештавања води преко састављања и презентирања извештаја о јавној одговорности или одрживом развоју, чији важан део чине информације о улагањима у заштиту животне средине. Улагања у заштиту животне средине, прикупљање података о њима, мерење њихових ефеката и објављивања ових информација за мали број домаћих компанија представља релативно нову, и то углавном законима наметнуту праксу.

Имајући у виду да ће у складу са постојећим европским законодавством и праксом расти улагања у заштиту животне средине, с једне стране, и скромна знања о финансијском извештавању о тим улагањима, с друге стране, овај напис је структуриран на следеће начин: у првом делу овог написа ће бити разматрана регулатива која се односи на заштиту животне средине; у другом делу разлози за настанак рачуноводства животне средине и његова нормативна основа; трећи део рада ће бити посвећен норма-

тивној основи извештавања и извештајима о заштити животне средине; а четврти део рада показатељима успешности активности везаних за заштиту животне средине.

## 1. Нормативна основа заштите животне средине

Како рачуноводство бележи и извештава о насталим трансакцијама, рачуноводство животне средине могу водити компаније које у складу са законским обавезама, или добровољно улажу средства с циљем поправљања или заштите животне средине. Разумевање предмета рачуноводства животне средине претпоставља јасно одређење појма животна средина. Могућност и потреба да се животна средина посматра са различитих аспеката, односно да се дефинише за различите потребе је довела до тога да не постоји њена јединствена, општеприхваћена дефиниција. Између бројних дефиниција које се могу срести у законским прописима<sup>2</sup> и литератури, определили смо се за дефиницију животне средине која је дата од стране Одељења за заштиту животне средине, храну и руралне активности Велике Британије у којој се животна средина дефинише као целина свега што нас окружује: вода, ваздух, биодиверзитет, читава површина земље као и подводни свет.<sup>3</sup> У овој као и у неким другим дефиницијама животна средина је одређена компонентама које је чине. Једна крајње уопштена дефиниција животне средине би отуда могла гласити: она представља све оно што нас окружује.

Природни ресурси се већ дуго времена беспштедно и нерационално користе. То је делимично последица раста броја становника на Земљи, али вероватно више последица раста индивидуалне потрошње, технолошког развоја и глобализације. Животна средина одређује квалитет хране, воде и ваздуха који су нам неопходни за живот, сировине и минерале који су неопходни за индустрију и за потрошњу.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Закон о заштити животне средине Републике Српске животну средину дефинише: „животна средина” - подразумева компоненте животне средине, одређене системе, процесе, и структуру животне средине; („Службени гласник Републике Српске”, број: 53/02 и 109/05), у Закону о заштити животне средине Републике Србије животна средина је дефинисана као скуп природних и створених вредности чији сложени међусобни односи чине окружење, односно простор и услове за живот Службени гласник РС”, бр. 135/2004, 36/2009, 36/2009 – др закони 72/2009; Околиш је природно окружење организама и њихових заједница укључиво и човјека, које омогућује њихово постојање и њихов даљни развој: зрак, воде, тло, земљина камена кора, енергија те материјална добра и културна баштина као и дио окружења којег је створио човјек; сви у својој разноликости и укупности узајамног деловања. Закон о заштити околиша Републике Хрватске NN 110/07

<sup>3</sup> Видети: Department for Environment, Food and Rural activities of Great Britain

<sup>4</sup> The UK National Ecosystem Assessment Synthesis of the Key Findings [http://archive.defra.gov.uk/environment/natural/documents/UKNEA\\_SynthesisReport.pdf](http://archive.defra.gov.uk/environment/natural/documents/UKNEA_SynthesisReport.pdf)

Није претерано рећи да здравље и опстанак људи зависи од квалитета животне средине. Потреба за очувањем и унапређењем квалитета животне средине је последњих деценија навела владе, невладине организације, један број компанија и појединце да отпочну, не само са промовисањем промене односа према животној средини већ и стварање регулаторног оквира који би обавезао компаније чије активности имају штетан утицај на животну средину да предузму активности ради њеног обнављања и заштите.

Иако је потреба заштите животне средине, због њеног драстичног угрожавања које је такво да се једним делом упркос свим напорима неће моћи поправити, не тако давно, постала могло би се рећи општеприхваћена, прописивање обавезе очувања појединих елемената животне средине јавља се у законским текстовима пре више векова.<sup>5</sup> На нашим просторима се, на пример, у Казненом закону за Књажевство Србију из 1860. године, између осталих, могу наћи параграфи у којима се прописују казне за лица која загаде бунар, кладенац, реку или поток из кога се становништво снабдева водом и оне који намерно запале шуму.<sup>6</sup> Уношење оваквих одредби у законске прописе пре више од једног и по века указује на постојање свести о значају здраве животне средине и потребе њене заштите.

Снажнији интерес за потпуну и континуирану заштиту животне средине како на глобалном тако и на нивоу појединих земаља почиње почетком последње трећине прошлог века.<sup>7</sup> „Тек од 1980. године право о заштити животне средине је постало важна саставна компонента међународног права”<sup>8</sup> Данас, тридесет година касније, постоје бројни закони, конвенције, упутства и споразуми којима се намеће обавеза заштите животне средине. Нормативна основа коју чине на двојак начин настоји заштити животну средину:

- прописујући највиши дозвољени степен загађења животне средине и обавезу њеног обнављања и
- одређујући и стално унапређујући начине за управљање природним ресурсима и њихово обнављање.

Ово, разуме се, не значи да у појединим законским прописима не могу бити, већ неретко и јесу присутне одредбе којима се животна средина шти-

<sup>5</sup> Колонијална скупштина Јужне Каролине је 1671. Године усвојила закон у коме су предвиђене казне за загађивање вода, који је још увек на снази. Видети: [www.scdhec.gov/.../environmental\\_law...](http://www.scdhec.gov/.../environmental_law...)

<sup>6</sup> Видети: Казнени законик и казнени поступак судски за Краљевину Србију. 3. поправљено изд. Београд: Краљевска српска државна штампарија, 1887, параграф 296 и 329; тачка 7 Кривичног законика за Књажевство Србију, стр. 128-143.

<sup>7</sup> Прва конференција Уједињених Нација о заштити животне средине одржана је 1972.

<sup>8</sup> Видети: A. Dan Tarlock History of Environmental Law, Environmentals Laws and their Enforcement p. 2 <http://www.eolss.net/sample-chapters/c04/e4-21-01.pdf> (18. 1. 2013.)

ти на оба наведена начина. Посматрано према територији на коју се односи нормативна основа може бити међународна и национална. Независно од тога да ли се правоснажност одређених прописа протеже само у оквиру једне земље или на много шире подручје, рецимо подручје Европске Уније или читав свет, да би били ефикасан инструмент у заштити животне средине они би требало да буду изграђена на следећим основним принципима:<sup>9</sup>

- принцип одрживости,
- принцип предострожности,
- принцип спречавања загађења,
- принцип преузимања одговорности,
- принцип кумулативних утицаја,
- принцип међугенерациске једнакости
- принцип учешћа јавности.

Детаљније разматрање наведених принципа свакако прелази оквире овог рада и отуда ће бити само кратко изложена њихова суштина да би се створила основа за оцену домаћих прописа о заштити животне средине.

Под одрживим развојем се, као што је познато подразумева развој који задовољава потребе садашњости без угрожавања могућности будућих генерација за задовоље своје потребе. Два кључна концепта која су у њему садржана су: превасходни приоритет треба дати основним потребама сиромашних у свету и од стране државе наметнута идеја ограничења да технологије и организација друштва треба да очува способност животне средине да испуни садашње и будуће потребе.

Принцип предострожности захтева да мере за заштиту животне средине морају предвидети, спречити и отклањати узроке деградације животне средине. Ако постоје озбиљне претње непостојање пуне сигурности од стране науке, не треба користити као разлог за одлагање предузимања мера за спречавање деградације животне средине.<sup>10</sup>

Начело спречавања загађења је захтев да превенција загађења животне средине као одговорност влада и појединаца, пословне заједнице и институција, буде остваривана кроз сталне промене у пословању и понашању.

<sup>9</sup> Видети: Core Environmental Principles for Environmental Laws, Policies and Legal [http://environmentallawcentre.wordpress.com/2012/02/14/core-environmental-principles-for-environmental-laws-policies-and-legal-processes/](http://environmentallawcentre.wordpress.com/2012/02/14/core-environmental-principles-for-environmental-laws-policies-and-legal-processes/Processeshttp://environmentallawcentre.wordpress.com/2012/02/14/core-environmental-principles-for-environmental-laws-policies-and-legal-processes/) (18. 01. 2013.)

Sands, P. *Principles of International Environmental Law*. 2. ed. Cambridge University Press, p. 4, 2004.

<sup>10</sup> Core Environmental Principles for Environmental Laws, Policies and Legal [http://environmentallawcentre.wordpress.com/2012/02/14/core-environmental-principles-for-environmental-laws-policies-and-legal-processes/](http://environmentallawcentre.wordpress.com/2012/02/14/core-environmental-principles-for-environmental-laws-policies-and-legal-processes/Processeshttp://environmentallawcentre.wordpress.com/2012/02/14/core-environmental-principles-for-environmental-laws-policies-and-legal-processes/) (18. 01. 2013.)



Сировине и материјале који су токсични треба супституисати нетоксичним или мање токсичним, избећи примену токсичних сировина тако што ће се променити производни процес или дизајн производа, модификовати опрема, а тамо где то није могуће опасне супстанце имати под сталним надзором. Овоме треба додати и нужност ефикасног коришћења природних ресурса.

Начело преузимања одговорности је захтев да они који су одговорни за настало деградирање животне средине треба да снесу трошкове отклањања настале штете. Како еколошке штете могу бити изазване поступањима у дугој држави, треба промовисати интернационализацију еколошких трошкова.

Принцип кумулативних утицаја захтева од агенција (агенције за заштиту животне средине) да се процењују кумулативан утицај на животну средину као ефекте које на животну средину током одређеног времена и дистанце, има један пројекат ако се они комбинују са пројектима који су спровођени у прошлости или са пројектима који ће тек бити реализовани.

Принцип међугенерациске једнакости захтева да садашње обезбеде да се здравље, разноликост и продуктивност животне средине одржава и побољшава у корист будућих генерација.

Принцип учешћа јавности је захтев да јавност учествује у доношењу одлука јер то доприноси њиховој ефикасности. Јавност је како у корену узрока тако и у корену решења еколошких проблема. Њено учешће у дискусијама о заштити животне средине доприноси повећању транспарентности и одговорности, чиме се обезбеђује демократски кредибилитет који је кључан за квалитетно управљање животном средином.

Изградња нормативне основне на наведеним принципима како на глобалном, регионалном и националном нивоу треба да допринесе ефикасној заштити и обнављању животне средине.

Током последњих година је повећан број међународних споразума, директива и националних закона који се односе на заштиту животне средине. Њима су покривене све компоненте животне средине<sup>11</sup>.

Кјото протокол уз Оквирну конвенцију Уједињених нација о климатским промена је свакако најпознатији документ којем је до сада приступило 190 земаља и једна економска интеграција.<sup>12</sup> Развијеније земље које су чланице Анекса 1 Протокола имају обавезу смањења гасова који доводе до ефекта стаклене баште за 5,2% у односу на 1990. годину која је референтна. Остале земље се означавају као не Анекс 1 земље. Међу њима се налазе Босна и Херцеговина и Србија које су ратификовале Кјото протокол.

<sup>11</sup> Разлика између Протокола и Конвенције је у томе што Конвенција подстиче земље да смање емисију угљен диоксида и других гасова којим доводе до ефекта „стаклене баште“ док их Протокол на то обавезује.

<sup>12</sup> Видети више о Кјото протоколу на: [http://unfccc.int/kyoto\\_protocol/items/2830.php](http://unfccc.int/kyoto_protocol/items/2830.php)

Европска Унија има већи број директива које се односе на заштиту животне средине као што је на пример, ЕУ директива 2010/75/EU о индустријској емисији,<sup>13</sup> Директива о одлагању електричног и електронског отпад 2002/96/ЕС, Директива о птицама и други. и предано ради на њиховом усавршавању.<sup>14</sup>

Када је реч о националном законодавству, оно се заштитом животне средине такође бави у неколико закона. Поред основног закона Закона о заштити животне средине, Република Српска има низ закона у којима се налазе одредбе којима се уређује заштита појединих компоненти животне средине, као што су на пример Закон о заштити ваздуха, Закон о водама, Закон о управљању отпадом, Закон о заштити од нејонизујућих зрачења, Закон о заштити природе, и други.<sup>15</sup> Темељни закон Закон о заштити животне средине Републике Српске почива на готово свим кључним принципима који су препоручени од стране Центра за право о животној средини.<sup>16</sup>

Како највеће штете животној средини наносе својим пословањем компаније, чији је циљ ипак у првом реду остварење профита неопходна је принуда државе да би оне своје пословање ускладиле са потребама очувања и унапређења животне средине. Другим речима: није довољно апеловати на свест инвеститора и менаџмента, мада су истраживања показала да оне компаније које су усвојиле и које примењују политике о заштити животне средине и социјалне политике исказују већу рачуноводствену и тржишну стопу поврата од конкурената који то нису учинили.

## **2. Разлози настанка и развој рачуноводства заштите животне средине**

Законска основа која је била предмет разматрања намеће компанијама да своје пословање организују на начин да га ускладе са у њима садржаним захтевима. То значи да ће многе компаније бити принуђене да предузимају низ активности, које нису непосредно повезане са њиховом примарном делатношћу, већ са заштитом животне средине. Ове активности редовно

<sup>13</sup> Ова директива ступила је на снагу 7. Јануара 2011. године

<sup>14</sup> Видети: <http://ec.europa.eu/environment/eia/review.htm>

<sup>15</sup> Заштита животне средине је предмет и следећих закона у Републици Српској; Закон о генетички модифицираним организмима, 103/08 Закон о генетички модифицираним организмима 103/08, Закон о заштити и добробити животиња 111/08, Закон о заштити природе 113/08, Закон о кемикалијама 25/09, Закон о заштити здравља биља у РС 25/09, Закон о ловству 60/09, и многи други. Видети: [http://pregled.pravnog.i.institucionalnog.okvira.za.zastitu.okolisa.u.Bosni.i.Hercegovini.\[FINALNI.NACRT\]/www.bhas.ba/dokumenti/Pregled\\_okvira\\_za\\_zastitu\\_okolisa-bh.pdf](http://pregled.pravnog.i.institucionalnog.okvira.za.zastitu.okolisa.u.Bosni.i.Hercegovini.[FINALNI.NACRT]/www.bhas.ba/dokumenti/Pregled_okvira_za_zastitu_okolisa-bh.pdf) стр. 21 (19. 01. 2013.)

<sup>16</sup> Видети: <http://environmentallawcentre.wordpress.com/about/>

изазивају одређена улагања и издатке услед чега морају бити евидентирани у књигама и исказани у финансијским извештајима.

Све већа покривеност заштите животне средине одговарајућим законским прописима, из којих за компаније настају стварне и потенцијалне обавезе има за последицу раст улагања и трошкова. То, свакако, привлачи пажњу како менаџмента тако и инвеститора. Инвеститори, менаџмент, али и укупна јавност<sup>17</sup> показују све већи интерес за врсте улагања и њихов резултат.

Улагања у заштиту животне средине било добровољна или обавезна су веома разноврсна, с једне стране, због бројних компоненти које обухвата животна средина, а с друге стране због бројних и различитих начина на који свака од њених компоненти може бити угрожена. Осим што се разликују од, за компаније уобичајених улагања, срачунатих на стварање учинака, по својој намени, она се разликују и начину на који се мери њихова успешност. Уобичајени индикатори успешности замењени су тзв. еко-индикаторима, који су мерила успешности у заштити животне средине.

Ипак, за обухватање и презентацију највећег дела ових трансакција могу се применити начела признавања и вредновања која се користе у финансијском рачуноводству. Разлоге због којих се ово рачуноводство заштите животне средине<sup>18</sup> означава као посебна подсистем рачуноводства треба према мом мишљењу више тражити у специфичностима са које су повезане са утврђивањем и алокацијом трошкова животне средине, њиховом интеграцијом у основе за одлучивање и извештавањем о активностима на заштити животне средине, њима изазваним трошковима и користима. Специфичности рачуноводства животне средине су далеко веће у управљачком него у финансијском рачуноводству. Не чуди стога што је управљачко рачуноводство животне средине за које се каже да „повезује корпоративно окружење и пословне политике и даје смернице за изградњу одрживог пословања”<sup>19</sup>, предмет пажње стручне јавности која је резултирала бројним монографијама и студијама.

Развоју рачуноводства животне средине како финансијског, тако и управљачког, доприноси кроз праксу потврђена нужност познавања висине улагања у заштиту животне средине, и с друге стране користи које од компаније имају од објављивања ових података.

<sup>17</sup> Мисли се на државу, купце, добављаче, невладине организације, регулаторна тела и сл.

<sup>18</sup> Не постоји јединствена дефиниција појма рачуноводства животне средине. Амерички институт овлашћених рачуновођа рачуноводство животне средине дефинише као подсистем рачуноводства који се бави идентификацијом, одмеравањем и алокацијом трошкова животне средине, интеграцијом ових трошкова у пословне одлуке и накнадним извештавањем корисника о овим трошковима.

<sup>19</sup> Видети: Yakhou, M., Dprweiler, V. P. Environmental Accounting: an essential component of business strategy. *Business Strategy and the Environment*, 13, 65-67, 2004.

Када је реч о користима како за друштво као целину тако и за компанију, нарочито се истичу:

Улагања у заштиту и унапређење животне средине омогућавају компанијама одржив развој, а висином тих улагања се мери њихов допринос одрживом развоју друштва као целине.

Друштвена заједница у најширем смислу врши притисак на компаније да испуњавају своје законске обавезе у вези са заштитом животне средине, јер у супротном трошкови отклањања штета насталих по основу загађења воде, ваздуха, тла или/и флора и фауна добијају карактер тзв. „екстерних” трошкова који падају на терет целог друштва, што је супротно начелу „загађивач плаћа”. Јавност једино из финансијских извештаја које компанија презентира може докучити да ли и у којој мери она испуњава наведене обавезе.

Менаџмент не може избећи законску обавезу да врши улагања у заштиту животне средине, али не постоји законска обавеза да трошкове заштите<sup>20</sup> на прави начин алоцира на процесе и учинке. То, често, има за последицу неправилно обрачунату цену коштања учинака, што даље води бројним погрешним одлукама.

Ако нису идентификовани корпоративни трошкови заштите животне средине менаџмент губи могућност њиховог планирања, контроле и по том основу остварења уштеда, које доприносе повећању успешности компаније. Реч је, на пример, о уштедама оствареним заменом токсичних материјала нетоксичним или променама процеса које омогућавају замену коришћења токсичних нетоксичним материјалима. Поред тога улагања у заштиту животне средине у текућем периоду могу позитивно утицати на висину ових трошкова у будућности.

Конечно, мада не мање важно, правилан рачуноводствени третман трошкова заштите животне средине је претпоставка управљања животном средином и основа за увођење ISO 14000<sup>21</sup> standard, што свакако води повећању гудвила.

<sup>20</sup> Корпоративни трошкови заштите животне средине обухватају: расходе заштите животне средине (одстрањивања отпада и санирања емисије, управљања заштитом животне средине и спречавању загађења), трошкове материјала и трошкове капитала и радне снаге.

Видети: VDI, 2000 према: Jasch, C. Journal of Cleaner Production 11 The use of Environmental Management Accounting (EMA) for identifying environmental costs p. 669, 2003.

<sup>21</sup> Реч је међународном стандарду за заштиту животне средине, који представља серију правила којима се у компаније уводи систем управљања животном средином. Овај систем треба да обезбеди да сваки утицај на животну средину буде идентификован, надзиран и усклађен за законском регулативом, а то значи да се коришћењем различитих механизма током времена ублажи или потпуно отклони. Више видети: Elefsiniotis P, Wareham, D. G. ISO 14000 Environmental Management Standards: Their Relation to Sustainability 208 / Journal of Professional Issues in Engineering Education and Practice © ASCE / July 2005

### 3. Нормативна основа финансијског извештавања о улагањима у животну средину

Када је реч о нормативној основи рачуноводства животне средине, тада слично нормативној основи за заштиту животне средине, она може бити уређена на међународном, регионалном и националном нивоу. На глобалном нивоу два кључна тела за доношење стандарда Одбор за стандарде финансијског извештавања и Амерички одбор за рачуноводствене стандарде издатим стандардима уређују рачуноводствени и извештајни третман трансакција повезаних са заштитом животне средине. У оквиру америчких општеприхваћених рачуноводствених принципа постоје стандарди и тумачења која се односе на трансакције у вези са заштитом животне средине, као што је, на пример, SFAS 143 – рачуноводствено обухватање обавеза санације имовине и FIN 47 – рачуноводствено обухватање потенцијалних обавеза санације имовине. У оквиру Међународних стандарда финансијског извештавања, међутим, не постоји стандард који је посвећен трансакцијама које се јављају у вези са заштитом животне средине. Чини се да не било основано очекивати да се за исказивање последица трансакција повезаних са заштитом животне средине донесу, упркос специфичностима, њима посебно намењени међународни стандарди финансијског извештавања Први је разноврсност трансакција које се јављају у вези са заштитом животне средине, које траже различите рачуноводствене третмане, тако да би требало донети већи број стандарда, што доводи у питање рационалност оваквог приступа. Ово утолико пре што се један број трансакција које настају у вези са улагањима у животну средину може без тешкоћа применити постојећи стандарди, као што је, на пример, случај са MPC 16 - Непокретности, опрема и постројења, када се ради о набавци, отпису и расходовању опреме намењене заштити животне средине.

Међународни одбор за стандарде финансијског извештавања је доношењем до сада три посебна тумачења<sup>22</sup> која се односе на MPC 37 - Резервисања, потенцијалне обавезе и потенцијална средства, прихватио да трансакције повезане за заштиту животне средине имају специфичности. Реч је о трансакцијама које се односе на промене у постојећим обавезама по основу престанка коришћења средства<sup>23</sup>, обнављања и сличним, правима на уче-

<sup>22</sup> IFRIC 1 Промене у постојећим обавезама престанка коришћења средстава, обнављања и сличним обавезама;

IFRIC 5 Права на учешћа у фондовима заштите животне средине по основу престанка коришћења средстава и обнављање;

IFRIC 6 Обавезе које произилазе из учешћа на специфичном тржишту - отпад електричне и електронске опреме.

<sup>23</sup> На пример санација земљишта након обуставе рада нуклеарних електрана или термоелектрана, или површинских копова.

шћа у фондовима заштите животне средине за престанак коришћења средстава и обнављање и обавезама које проистичу из учешћа на специфичном тржишту отпада електричне и електронске опреме. Рачуноводствени третман ових трансакција ће бити, вероватно, инкорпориран у МРС 37 чија је ревизија у току. Наведена тумачења се односе на рачуноводствени извештајни третман обавеза које настају по основу санације земљишта, опреме и постројења са чијом се употребом престаје, и прикупљања, одлагања и рециклирања електричног и електронског отпада.

Извештавање компанија о трансакцијама везаним за заштиту животне средине намењено намењено је интерним и екстерним корисницима. Извештавање за потребе интерних корисника – сви нивои менаџмента се врши преваходно на основу података које даје управљачко рачуноводство животне средине. У том рачуноводству се наиме, трошкови заштите животне средине, алоцирају на поједине процесе и учинке с циљем да послуже као основа за доношење одлука, планирање и контролу резултата остварених улагањима. Тиме се у суштини, омогућава се управљање трошковима заштите животне средине с једне стране и оцену њиховог утицаја на рентабилитет компаније као целине. Форма и садржина ових извештаја није прописана, а проверу тачности у њима исказаних података врши интерна ревизија.

Екстерно финансијско извештавање о активностима компаније на заштити животне средине је намењено у првом реду инвеститорима, друштвеној заједници, запосленима, купцима и државним регулаторним телима. Оно се више не може сматрати искључиво добровољним. Законодавства многих земаља су нарочито када је реч о котираним компанијама, већ наметнула обавезу која је довела до развоја праксе укључивања оваквих информација у Извештај о пословању.<sup>24</sup> Европска унија у оквиру модернизације својих рачуноводствених директива ову обавезу поставља на много ширу основу, захтевајући од свих великих и средњих предузећа, независно од тога да ли су котирана или не да објављују информације о активностима на заштити животне средине, и о питањима релевантним за локалну заједницу, у оквиру извештаја у коме се презентирају значајне финансијске перформансе компанија.

Прописивањем обавезе извештавања о активностима на заштити животне средине желе се постићи два циља:

- подизању квалитета ових извештаја тако што ће бити дефинисана њихова садржина и начин презентације што ће допринети транспарент-

<sup>24</sup> У Европи се истичу Француска и Шпанија.

ности и потпуности, а околност да је обавезно и да су презентирани информације ревидиране даје им веродостојност;

- прикупљање и обрада података о трансакцијама заштите животне средине засигурно ће открити слабости и могућности за унапређење постојећих пракси. Отклањањем слабости и радом на побољшању и до сада добрих пракси биће дат значајан допринос успеху компанија и подизању њихове репутације.

Поред презентирања у оквиру Извештаја о пословању, односно Извештаја менаџмента, како се он још означава, информације о активностима на заштити животне средине се објављују и у осебном извештају који такође носи различите називе. Међу њима су најчешћи Извештај о корпоративној одговорности, Извештај о одрживом пословању и Извештај о заштити животне средине.

Како је већ наведено, извештавање о заштити животне средине се ослања у великој мери на информације које пружа управљачко рачуноводство животне средине. Дакле, иако је реч о информацијама управљачког рачуноводства оне су у овом случају намењене не само интерним него и екстерним корисницима. Не постоји у свим земљама законски прописана обавеза састављања ових извештаја и отуда разноликост и садржине и форми у којима се у пракси јављају. Потреба да се изврши стандардизација садржине и квалитета информација које се у овим извештајима презентирају и тиме њихова упоредивост навела је више организација покушају да пропишу њихову садржину. Данас чини се најснажнији утицај на садржину презентираних извештаја о одрживом развоју има Глобална иницијатива извештавања (Global Reporting Initiative). Док је 2000. Године само 44 компаније своје извештаје састављале у складу упутствима садржаним у GRI 1, десет година касније ти чине чак 1973 компаније.<sup>25</sup> Глобална иницијатива извештавања се бави прописивањем правила за извештавање о одрживом пословању с циљем да се изврши стандардизација, и хармонизација извештаја, да се при томе дају потребна разјашњења и обједине најбоље светске праксе. Овим се ствара могућност да заинтересоване стране буду информисане о томе које се информације о заштити животне средине могу захтевати од компанија. За нешто више од деценије Глобална иницијатива је објавила три упутства за извештавање о одрживости (Sustainability Reporting Guidelines). Последње G3.1 упутство је објављено 2011. године. У упутствима се поред принципа извештавања, налазе и индикатори перформанси. У оквиру ин-

<sup>25</sup> Ioannou, I., George, S. . *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*. London: Business School, Harvard Business School, p.2, 2012.

дикатора перформанси налазе се друштвена одговорност<sup>26</sup>, индикатори заштите животне средине и економски индикатори.

У Републици Српској се већ више од деценије за финансијско извештавање примењују Међународни стандарди финансијског извештавања, који садрже правила за признавање, вредновање и објављивања о последицама трансакција које настану у извештајном периоду. У Закону о рачуноводству и ревизији је прописана обавеза компанијама<sup>27</sup> да састављају извештаје о пословању у којима треба да „дају дају објективан приказ пословања правног лица и његов положај, укључујући и опис главних ризика и неизвјесности са којима се суочава и мјера предузетих на заштити животне средине.”<sup>28</sup>

Полазећи од у законима Републике Српске прописаних обавеза компанијама за предузимање активности на заштити животне средине у овом извештају се могу наћи информације о:

- санацији земљишта чији је квалитет нарушен активностима правних лица<sup>29</sup>,
- активностима које се односе на управљање амбалажом и амбалажним отпадом<sup>30</sup> и
- управљању отпадним аутогулама.<sup>31</sup>

Директива ЕУ<sup>32</sup> о одлагању прикупљању, одлагању и рециклирању електричног и електронског отпада се не примењује још увек, нити се врши подела права на емисију гасова који имају за последицу „ефекат стаклене баште”.

#### **4. Индикатори успешности компанија у заштити животне средине**

Између бројних страна заинтересованих за заштиту и унапређење животне средине мора постојати стална и једноставна комуникација. Кори-

<sup>26</sup> У почетку су упутства Глобалне извештајне иницијативе садржала само захтеве који су се односили на заштиту животне средине, данас су њома обухваћени и друштвена одговорност и економски индикатори. Индикатори друштвене одговорности су усмерени на приказивање утицаја компанија на социјални систем у којем послују, кроз заштиту људских права, утицај на друштво и кроз утицај производа компаније на потрошаче и окружење. Економски индикатори приказују ток капитала између различитих интересних група као и кључне утицаје које компанија има на друштво.

<sup>27</sup> Мала правна лица су изузета од ове обавезе.

<sup>28</sup> Видети: Закон о рачуноводству и ревизији Републике Српске („Службени гласник РС”, бр. 46/06 и 111/09) чл. 24.

<sup>29</sup> Видети чл. 22 Закона о животној средини („Сл. гласник РС”, бр. 135/2004, 36/2009, 36/2009 - др. закони 72/2009.)

<sup>30</sup> Закон о управљању амбалажом и амбалажним отпадом („Сл. гласник РС”, бр. 36/2009)

<sup>31</sup> Правилник о начину и поступку управљања отпадним гумама („Службени гласник РС”, бр. 104/2009.)

<sup>32</sup> Директива ЕУ бр. 2002/96/ЕС.



шћење индикатора заштите животне средине подиже степен разумевања, односно чини комуникацију једноставнијом. Индикатори се, наиме, фокусирају у поједине аспекте који се сматрају релевантним и за које је могуће обезбедити потребне податке.<sup>33</sup>

Индикатори заштите животне средине одражавају утицај који компаније имају на животну средину не само у садашњости, већ и какав ће тај утицај бити у будућности. Они укључују утицај пословања компаније на инпуте као што су вода, материјал, енергија и сл., али и на аутпуте који су резултат рада компаније а повезани су са животном средином као што су отпад, отпадне воде, емисије угљен диоксида и других гасова који изазивају „ефекат стаклене баште“, загађивање земљишта и сл. У упутствима Глобалне иницијативе извештавања се осим индикатора за чијом применом има потребу готово свака компанија, налазе и тзв. специфични индикатори, који своју примену имају само у појединим секторима. На пример, индикатори буке у авиосообраћају.<sup>34</sup>

Данас у се у пракси најчешће користе показатељи у заштити животне средине (Environmental Performance Indicators – EPI). Они се уобичајено класификују на три групе:

- Оперативне показатеље који треба да покажу како и у којој мери пословне активности компаније утичу на животну средину. Начин и обим коришћења материјала, воде, енергије и на локације које су заштићене. Утрошене количине се своде на јединицу произведених производа или услуга.
- У другој групи се налазе показатељи којима се мери успех менаџмента у усвајању нових правила и пракси које треба да допринесу смањењу загађења животне средине. Индикатори који су у овој групи су углавном дескриптивни и односе се на активности усмерене на поштовање донетих правила срачунатих на заштиту животне средине, идентификовање и отклањање неусаглашености постојећих процедура са стандардима и едукацију и тренинге запослених у вези са очувањем и унапређењем животне средине.
- Показатељи који одражавају постојеће стање животне средине на локалном, националном и глобалном нивоу припадају трећој групи. Податке о квалитету вода, ваздуха, земљишта, количини буке и сл. најчешће обезбеђује влада, осим у ситуацији када је компанија једини или највећи загађивач у одређеном подручју када се тражи да она врши ме-

<sup>33</sup> Environmental indicators: Typology and overview, European Environment Agency, Technical Report No. 25 p. 5

<sup>34</sup> Да подсетимо, због велике буке која је настајала при пробијању звучног зида Конкорду је било забрањено коришћење многих аеродрома.

рења степена загађења и саставља извештај о стању животне средине у тој области.<sup>35</sup>

Нема сумње да прва и друга група индикатора показују напоре које компанија улаже и заштиту и унапређење животне средине и успех који ти напори дају. Показатељи могу бити квалитативни и квантитативни или комбинација квалитативних и квантитативних. Квалитативни индикатори могу употпунити слику о компанији коју пружају економске, социјалне и преформансе заштите животне средине. У случајевима у којима није могуће идентификовати или мерити квантитативне индикаторе, тада се допринос компаније економији, друштву или животnoj средини, био он позитиван или негативан, презентација квалитативних индикатора показује као прикладна. Квантитативни показатељи су проверљиви и представљају аутентичне информације на које се корисници могу ослонити. Квантитативни показатељи могу би исказни у апсолутним бројевима, на пример потрошња воде у кубним метрима, или релативно, када се ова потрошња исказује у односу на количину произведених производа или на број запослених радника или коефицијент обрта. Ресурси и начини на који компанија их компанија користи, могу бити врло различити, и налазе се под снажним утицајем делатности. Број квантитативних индикатора стога не може бити мали, стога се у табели која следи наводе они индикатори за чијим коришћењем најчешће постоји потреба.

	Апсолутни показатељи	Релативни показатељи
Количине инпута	Кг, литар	Кг/КО <sup>1</sup>
Сировине	Кг	Кг/КО
Производни материјал	Кг	Кг/КО
Помоћни материјал	Кг	Кг/КО
Енергија	KWh	KWh/КО
Вода	М <sup>3</sup>	М <sup>3</sup> /КО
Аутпути		
Отпадне воде	М <sup>3</sup>	М <sup>3</sup> /КО
отпад	Кг	Кг/КО
Емисије гасова	М <sup>3</sup>	М <sup>3</sup> /КО
Количина емисија гасова у ваздух	М <sup>3</sup>	М <sup>3</sup> /КО
Остали показатељи		

При утврђивању квантитативних индикатора заштите животне средине корисницима треба пружити упоредне податке за најмање три године да

<sup>35</sup> Рафинерија нафте у Броду се сматра главним загађивањем ваздуха у подручју у коме послује и стога би требало да има мерну станицу и да извештава о степену загађења ваздуха бензеном.

би могли проценити успешност заштите. Ово, с друге стране претпоставља да се сет коришћених индикатора не мења из године у годину. Поред тога одабрани индикатори треба да пружају потпуни увид у угрожавање и заштиту животне средине од стране компаније. То ће понекад захтевати да се презентују не само обавезни, већ и додатни индикатори. Ако је компанија, на пример, обавезна да искаже емисију гасова који се налазе под Кјото протоколом, а њене активности доводе до емисије других по животну средину штетних гасова, онда се исказивањем емисије гасова који имају за последицу „ефекат стаклене” баште добија извештај који није потпун, јер емисије других штетних гасова нису обухваћене.

Другу групу индикатора заштите животне средине, која се налази у извештајима намењеним екстерним корисницима чине показатељи еко-ефикасности. Ови показатељи показују однос између индикатора заштите животне средине и финансијских показатеља. Ови показатељи показују ефикасност компаније у коришћењу ресурса у односу на способност стварања економских вредности. Поред овог основног циља, поменути индикатори допуњавају податке који су исказани у финансијским извештајима и користе се при доношењу одлука о улагањима пружањем информација о њиховој очекиваној еко-ефикасности.

Индикатори еко-ефикасности указују на еко-финансијске перформансе компаније које се састоји из две независне варијабле. То су варијабла животне средине мерена индикаторима животне средине и финансијска варијабла мерена економским перформансама.

Општа формула за одређивање индикатора еко-ефикасности у складу са наведеним гласи:

$$\text{Индикатори еко-ефикасности} = \frac{\text{Индикатори успеха заштите животне средине}}{\text{Финансијски индикатори}}$$

Како се индикатори еко-ефикасности утврђују на основу индикатора животне средине и финансијских индикатора њихова стандардизација подразумева стандардизацију варијабли које учествују у њиховом израчунавању.<sup>36</sup> Када је реч о индикаторима заштите животне средине, онда се као најчешће коришћени намећу: употреба воде, употреба, енергије, употреба сировина, отпадне воде, емисија гасова и отпад, док се код финансијских показатеља користе: приход, принос, вредност надављених роба и/или услуга.

Показатељи еко-ефикасности су на пример: однос емитованог угљен диоксида и приходима од продаје, утрошена енергија према вредности гото-

<sup>36</sup> Уједињене нације су у том циљу донеле Упутство за састављаче и кориснике показатеља еко-ефикасности (A Manual for the Preparers and Users of Eco-efficiency Indicators), које подржава упутства која је креирала Глобална иницијатива извештавања.

вих производа, отпад према вредности произведених производа по цени коштања, али по продајној цени. Овако дефинисани индикатори еко-ефикасности показују, нарочито када се прате током више година, успех компаније у заштити животне средине и његов допринос расту или смањењу вредности компаније.

У извештајима о заштити животне средине који припремају компаније треба да се нађу како индикатори заштите животне средине тако и индикатори еко-ефикасности. У зависности од тога које све информације презентирају у извештају и броја индикатора према упутствима Глобалне иницијативе извештавања они могу припадати нивоу Ц, Ц+, Б, Б+, Аи А+. Разлике у захтевима су приказане у следећој табели.

	Ниво примене	Ц	Ц+	Б	Б+	А	А+
	Извештај о профилу	Извештавање о 28 показатеља		Извештавање о 42 показатеља		Извештавање о 42 показатеља	
	Извештај о принципима	Није обавезан		Извештавање о мишљењу менаџмента за сваку категорију индикатора		Извештавање о мишљењу менаџмента за сваку категорију индикатора	
	Показатељи перформанси и специфични показатељи перформанси	Минимум 10 индикатора, од тога бар по један из три наведене групе <sup>37</sup>		Минимум 20 индикатора, од тога бар по један из три наведене групе		Сви индикатори (основни или специфични) уз навођење вредности индикатора, или објашњења немогућности одређивања одређених индикатора	

Према: <http://www.globalreporting.org/ReportServices/ApplicationLevelChecks/ServicesReportservicesApplicatonlevelsc heck.htm>

Захтеви нивоа Ц+,Б+и А+, разликују се од захтева исказаних за ниво Ц, Б, и А по томе што се тражи екстерна ревизија извештаја.

Да би се стекла јасна слика о којим индикаторима је реч и које индикаторе у својим извештајима пружају компаније у свету и оне из нашег окружења приказујемо садржину извештаја British Petroleum<sup>38</sup>, a.d., INA a.d. Нафт-на индустрија Србије за 2011. годину.

<sup>37</sup> Мисли се на оперативне показатеље, показатеље менаџмента и показатеље стања животне средине.

<sup>38</sup> Oil and gas industry guidance on voluntary sustainability reporting p. 36-74.

Извјешће о одрживом развоју ИНА [http://www.ina.hr/UserDocsImages/List\\_pdf/Ina\\_razvoj\\_2011/index.html](http://www.ina.hr/UserDocsImages/List_pdf/Ina_razvoj_2011/index.html)

Компанија	British Petroleum, a.d	INA a.d	НИС
Коришћени стандарди	ГЗ	ГЗ	АА1000
Показатељи	да	да	
Коришћени материјали по количини или обиму	да	да	
Процент коришћених рециклираних материјала	да	да	
Директно и индиректно коришћење енергије	да	да	да
Уштеда енергије услед побољшања ефикасности	да	да	
Иницијативе везане за ефикасније коришћење енергије и употребу обновљивих извора енергије у производњи и настале уштеде	да	да	
Иницијативе за смањење индиректног коришћења енергије и остварене уштеде	да	да	
Укупно коришћење вода по изворима	да	да	да
Извори вода на које се значајно утицало повлачењем вода	да	да	
Процент и обим поновно коришћених и рециклираних вода	да	да	
Локација и површина земље која се поседује или изнајмљује или на којој се послује, а која је заштићена	да	да	
Опису утицаја производа, активности и услуга на локације које су заштићене	да	да	
Заштићена или обновљена станишта	да	да	
Стратегије, планови и текуће акције за регулисање утицаја на биодиверзитет	да	да	
Број врста на IUCN листи и националним листама заштићених врста на које се утиче и ризик од истребљења	да	да	
Укупна директна и индиректна емисија гасова који имају ефекат стаклене баште	да	да	
Иницијативе за смањење емисије гасова који имају ефекат стаклене баште и постигнути резултати	да	да	
Емисије супстанци које смањују количину озона по количини	да	да	
NOx <sup>36</sup> SOx <sup>37</sup> и друге значајне емисије по типу и количини	да	да	
Отпадне воде по квалитету и локацији	да	да	
Количина отпада по врстама и начину одлагања	да	да	
Број и обим изливања нафте	да	да	
Индентитет, површина, статус и вредност биодиверзитета у водама које су загађене отпадним водама	да	да	
Иницијативе за умањење утицаја производа и услуга на животну средину и ефекат иницијатива	да	да	
Износи казни и укупан број немонетарних санкција услед непоштовања регулатива које се односе на заштиту животне средине	да	да	
Укупни трошкови и инвестиције везане за заштиту животне средине по врстама	да	да	да

Компаније које се баве прерадом нафте и прометом нафтних деривата су изабране због тога што њихова активност наноси вишеструке штете животnoj средини. Отуда потреба предузимања активности на заштити животне средине и извештавања о њима. За разлику од British Petroleum a.d и INA a.d које чији су извештаји урађени у складу са захтевима Г 3 и садрже бројне информације о утицају њихове активности на животну средину и активностима предузетим да се штетан утицај умањи, Нафтна индустрија Србије је тек пре три године отпочела са извештавањем о заштити животне средине, а озбиљна улагања која треба да доведу до смањења загађења животне средине су почела пре две године.<sup>39</sup> Извештају о животnoj средини, или Извештај о пословању, садрже информације о томе на које компоненте животне средине и у којој мери утичу активности компаније и акцијама које она предузима да би штете били смањене или отклоњене, о пројектима који су у вези са тим покренути и висини улагања по сваком пројекту. Укупан износ средстава намењених и уложених у за финансијски извештаји садрже информације о висини обавеза по основу заштите животне средине и извршених улагања исказан је у финансијским извештајима у оквиру позиције резервисања. Напомене уз ову позицију показују додатна резервисања и износ искоришћених резервисања у датом извештајном периоду.

## Закључак

Рачуноводство животне средине представља генерално, а на нашим просторима и сада потпуно нову грану рачуноводства. Посебност му дају циљеви, околност да су активности заштите животне средине инициране више законским обавезама, притиском јавности него добровољним одлукама менаџмента, као и да се његови ефекти исказују другачије и ако у коначном утичу на вредност компанија као целине.

Трансакције које компаније имају у вези са заштитом животне средине не захтевају доношење посебне нормативне основе. О великом броју трансакција се може извештавати применом већ постојећих стандарда, а специфичности неких од трансакција налазе свог одраза у тумачењима или инкорпорирањем у већ постојеће стандарде при њиховој ревизији.

Извештавање о заштити животне средине није још увек у свим земљама обавезно, мада се томе тежи, нити постоји јединствена стандардизована форма извештавања. Од великог броја компанија се користе упутства у вези са извештавањем које је објавила Глобална иницијатива извештавања.

<sup>39</sup> Годишњи извештај о пословању НИС за 2010 годину: [nis.rs/fileadmin/.../nis/pdf/.../AnnualReport\\_SEC\\_2010.pdf](http://nis.rs/fileadmin/.../nis/pdf/.../AnnualReport_SEC_2010.pdf); и

Годишњи извештај о пословању НИС за 2011. годину: [www.nis.rs/wp.../Godisnji\\_Izvestaj\\_o\\_poslovanju\\_2011\\_ser.p](http://www.nis.rs/wp.../Godisnji_Izvestaj_o_poslovanju_2011_ser.p)

Корпоративно извештавање о активностима на заштити животне средине пружа менаџменту информације о трошковима заштите животне средине, који у управљачком рачуноводству заштите животне средине се алоцирају на процесе и учинке, чиме доприносе реалнијој цени коштања. Поред тога, ствара се основа за контролу ових трошкова. Узимање у обзир будућих неизбежних трошкова заштите животне средине при доношењу инвестиционих одлука омогућава исправан избор. Објављивањем информација о постактивностима на заштити животне средине компанија показује сопствену јавну одговорност.

Потреба за прикупљањем, обрадом и обелодањивањем података који се односе на активности и вези са заштитом животне средине не постоји само код великих компанија, оно је једнако значајно и за средње и мале компаније. Са становишта друштва значај им даје бројност, јер највећи број пословних ентитета управо су они који припадају овој групи, а користи које активности на заштити животне средине имају велике компаније јављају се и код средњих и мањих.

Република Српска је донела велики број закона који се односе на заштиту животне средине. У једном броју тих закона је прописана обавеза државе да прати стање животне средине и предузима мере за њену заштиту, док се у другима као обвезници за предузимање мера на заштити животне средине означавају привредна друштва и појединци који је својим активностима угрожавају. Ипак, не спорећи напоре који су учињени на законодавном подручју, може се сматрати да је направљен важан али први корак, нарочито на испуњавања законом предвиђених обавеза од стране привредних друштава.

Обавезу извештавања о животној средини прописану у Закону о рачуноводству би требало проширити и прецизирати.

## Литература

1. Fayers, C. Environmental reporting and enhancing corporate environmental performance. [http://193.146.160.29/gtb/sod/usu/\\$UBUG/repository/10302075\\_Fayers.pdf](http://193.146.160.29/gtb/sod/usu/$UBUG/repository/10302075_Fayers.pdf)
2. Elefsiniotis P., Wareham, D. G. ISO 14000 Environmental Management Standards: Their Relation to Sustainability 208 / JOURNAL OF PROFESSIONAL ISSUES IN ENGINEERING EDUCATION AND PRACTICE © ASCE / JULY 2005.
3. Ioannou, I., Serafeim, G. *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting.*, London: Business School, Harvard Business School, 2012.

4. Hopwood, A. Accounting and environment, *Accounting, Organizations and Society*, 34, p. 433-439, 2009.
5. Mehena, M., Dprweiler, V. P. Environmental Accounting: an essential component of business strategy, *Business Strategy and the Environment*, 13, 65-67, 2004.
6. Jasch, C. *Journal of Cleaner Production* 11 The use of Environmental Management Accounting (EMA) for identifying environmental costs, 2003.
7. Core Environmental Principles for Environmental Laws, Policies and Legal Processes <http://environmentallawcentre.wordpress.com/2012/02/14/core-environmental-principles-for-environmental-laws-policies-and-legal-processes/>
8. Tarlock, A. D. History of Environmental Law, *Environmentals Laws and their Enforcement* p. 2 <http://www.eolss.net/sample-chapters/c04/e4-21-01.pdf>
9. *Казнени законик и казнени йосѣуѣак судски за Краљевину Србију*. 3 поправљено изд. Београд, Краљевска српска државна штампарија, 1887.
10. Закон о заштити животне средине Републике Српске („Службени гласник Републике Српске”, број: 53/02 и 109/05),
11. Закон о управљању амбалажом и амбалажним отпадом (Службени гласник Републике Српске”, број: 36/2009)
12. Правилник о начину и поступку управљања отпадним гумама (Службени гласник Републике Српске”, број:104/2009)
13. Закон о заштити околиша Републике Хрватске. NN 110/07.
14. Преглед правног и институционалног оквира за заштиту околиша у Босни и Херцеговини [FINALNI NACRT]//[www.bhas.ba/dokumenti/Pregled\\_okvira\\_za\\_zastitu\\_okolisa-bh.pdf](http://www.bhas.ba/dokumenti/Pregled_okvira_za_zastitu_okolisa-bh.pdf)



*Милорад Иванишевић<sup>1</sup>*

## **Систематски ризик и оцена рентабилности инвестиционих пројеката**

### **Systematic risk and assessment of investment projects profitability**

#### **Резиме**

*У раду се прво разматра просечна цена капиталала као критеријум за оцелу рентабилности инвестиционих пројеката. После тога се расправља о моделу процењивања капиталалних улагања, који објашњава међузависности приноса на уложени капитал и систематској ризика. Затим се анализира повезаност ова два модела с обзиром на директну везу захтеваних стога приноса на ду и сојствени капитал са њиховим дега коефицијентима. Такође се констатира да се захтевана стога приноса утврђена коришћењем Модела процењивања капиталалних улагања може, од одређеним условима, користити као критеријум рентабилности инвестиционих пројеката.*

**Кључне речи:** *просечна цена капиталала, модел процењивања капиталалних улагања, захтеване стога приноса, дега коефицијент, ду, сојствени капитал.*

#### **Summary**

*In the article is, first of all, considered weighted average cost of capital (WACC) as criteria for estimation profitability of investments. Afterwards, it is considered the Capital Asset Pricing Model offering explanation for invested equity return*

<sup>1</sup> Економски факултет у Београду, ivanisevic@ekof.bg.ac.rs

*correlation and systematic risk. Then it is analyzed connection between these two models in regard to direct connection of required rates of return on debt and equity with their beta coefficients. It is also stated that required rates of return affirmed by usage of the Capital Asset Pricing Model can, under certain conditions, be used as criteria for estimation profitability of investments.*

**Key words:** *weighted average cost of capital (WACC), capital asset pricing model (CAPM), required rates of return, beta, debt, equity.*

## Увод

Просечна цена капитала се најчешће користи као критеријум рентабилности инвестиционих пројеката. Посебно је важно да се она утврди на бази циљне структуре додатног капитала израженог у тржишним вредностима појединих извора финансирања. Све док предузеће улаже капитал у пројекте у оквиру своје делатности просечна цена капитала ће бити задовољавајући критеријум рентабилности с обзиром да су ти пројекти изложени приближно истом степену систематског ризика. Међутим, ако предузеће намерава да имплементира нови инвестициони пројекат у другој делатности, систематски ризик улагања у тој делатности вероватно ће се разликовати од систематског ризика постојеће делатности. Због тога би требало утврдити захтевану стопу приноса која ће уважавати промене у нивоу тог ризика, коришћењем модела процењивања капиталних улагања. Тај модел би се могао користити с обзиром на то да се за свако улагање може проценити бета коефицијент који показује сензитивност приноса одређеног улагања у односу на промену тржишног приноса, односно приноса на тржишни портфолио. Наиме, могуће је установити директну везу између просечне цене капитала и бета коефицијената за поједина улагања и тако утврдити бета коефицијент средстава, који мери ризик у стварна, реална средства предузећа.

## 1. Просечна цена капитала

Просечна цена капитала има вишеструки значај за управљање финансијама предузећа. Она је посебно значајна када се доносе одлуке о финансирању из различитих извора капитала као и одлуке о инвестирању, односно улагању капитала у различите алтернативе. Наиме, циљ предузећа је да прибави капитал под најповољнијим условима, са становишта цене и ризика и да на улагање тог капитала оствари што вишу стопу приноса уз што мањи ризик. Предузеће се финансира из различитих извора, екстерних (дугови, преференцијалне и обичне акције) и интерних (акумулирани,

односно нераспоређени добитак). Сваки од тих извора има цену, било да се ради о реалним или опортунитетним трошковима финансирања. Када су познате, односно када су утврђене цене капитала појединих извора финансирања могуће је израчунати просечну цену капитала.

Просечна цена капитала је уствари пондерисана аритметичка средина цена појединих извора финансирања. Ова цена може се израчунати коришћењем следеће формуле<sup>2</sup>:

$$k_o = (w_i \cdot k_i) + (w_p \cdot k_p) + (w_s \cdot k_s \text{ или } k_e) \quad (1)$$

где су:

$k_o$  – просечна цена капитала,

$w_i$  – учешће дугорочног дуга (D) у структури капитала,

$w_p$  – учешће преференцијалних акција (P) у структури капитала,

$w_s$  – учешће сопственог капитала (E) у структури капитала.

Сопствени капитал може бити у облику новоемитованих акција (e) и акумулираног добитка (r).

Ако претпоставимо да цена дуга после пореза на добитак у једном предузећу износи 6%, цена капитала од емисије преференцијалних акција 10% и цена капитала од емисије обичних акција 13%, с тим да дуг у структури капитала учествује са 40%, преференцијалне акције са 10% и обичне акције са 50%, просечна цена капитала ће бити:

$$k_o = (0,40 \cdot 6\%) + (0,10 \cdot 10\%) + (0,50 \cdot 13\%)$$

$$k_o = 2,4\% + 1,0\% + 6,5\%$$

$$k_o = 9,9\%$$

Према томе, просечна цена капитала износи 9,9%. Под претпоставком да се учешћа појединих извора финансирања заснивају на циљној структури капитала и да су ти извори изражени у њиховим тржишним вредностима, израчуната просечна пондерисана цена капитала се може користити као критеријум рентабилности инвестиционих пројеката. Претпоставља се, наравно, да се ти пројекти процењују динамичким методама, односно нето садашњом вредношћу и интерном стопом приноса.

Метод нето садашње вредности користи просечну цену капитала као дисконтну стопу којом се очекивани нето новчани токови пројекта своде на њихову садашњу вредност. Одузимањем од ове вредности иницијалног капиталног издатка добија се нето садашња вредност као апсолутна мера рентабилности. Сви независни пројекти чија је нето садашња вредност већа или једнака нули могу се прихватити, док се пројекти са негативном нето садашњом вредношћу морају одбацити као нерентабилни. Када се одлучује између два или више међусобно искључивих пројеката, прихватиће се пројекат са највећом нето садашњом вредношћу.

<sup>2</sup> Прилагођено према: Gitman (2003), стр. 482.

Метод интерне стопе приноса користи просечну цену капитала као критеријум рентабилности тако што се израчуната интерна стопа приноса упоређује са просечном ценом капитала. Сви независни пројекти чија је интерна стопа приноса виша или једнака просечној цени капитала могу се прихватити, док се пројекти чија је интерна стопа приноса нижа од просечне цене капитала морају елиминисати. Када се ради о међусобно искључивим пројектима онда се прихвата пројекат са највишом интерном стопом приноса.<sup>3</sup>

## 2. Систематски ризик и улагање у хартије од вредности

Приликом сваког инвестирања капитала инвеститори се сусрећу са две врсте ризика – несистематским и систематским. Несистематски ризик се може смањити диверсификацијом улагања у различите хартије од вредности, односно у различита средства или пројекте. Њега проузрокују догађаји као што су: штрајкови, промене у правним прописима, пословање предузећа са губитком и сл. Систематски, односно тржишни ризик се не може смањити диверсификацијом улагања. Низ фактора проузрокују овај ризик, као што су: рат, повећање стопе инфлације, политички сукоби итд. Оба ризика делују истовремено, тако да су инвеститори изложени и једном и другом ризику, односно укупном или тоталном ризику. Према томе, тотални ризик се може посматрати као збир несистематског и систематског ризика и он се једино може смањивати због смањења несистематског ризика, односно диверсификације улагања. Сматра се да се највећи ефекат диверсификације на несистематски ризик може постићи компоновањем портфолија од 15 до 20 случајно изабраних хартија од вредности.<sup>4</sup> За наша даља разматрања неопходно је детаљније размотрити систематски ризик. Мерење овог ризика је веома значајно када се компонује портфолио акција или других улагања, с обзиром на то да се очекивани принос од инвестирања не може посматрати одвојено од ризика улагања. Модел који објашњава међусобну повезаност приноса на уложени капитал и систематског ризика, односно ризика који се не може избећи диверсификацијом назива се Модел процењивања капиталних улагања.<sup>5</sup> Детаљније разматрање CAPM-а подразумева интерпретацију бета коефицијента као и објашњење базичне формуле модела.<sup>6</sup>

<sup>3</sup> О просечној и маргиналној цени капитала видети детаљније: Иванишевић (2012), стр. 300–308.

<sup>4</sup> Kolb (1987), стр. 347–360.

<sup>5</sup> Ради се о Capital Asset Pricing Model-у (CAPM) чијим се ауторима сматрају William F. Sharpe и John Litner, наведено према: Gitman (2003), стр. 233.

<sup>6</sup> О овом моделу видети детаљније: Станчић (2006), стр. 68–79.

## 2.1. Бета коефицијент

Бета коефицијент, односно индекс се користи за мерење систематског ризика и он показује степен промене, односно сензитивност приноса на одређено улагање (средство) у односу на промену тржишног приноса (приноса на тржишни портфолио). Просечни тржишни принос, односно индекс утврђује се на финансијском тржишту на основу индекса одговарајућег портфолија хартија од вредности као што су нпр. Standard and Poor's 500 Stock Composite Index и Down Jones у САД, Nikkei у Јапану и др.

Бета коефицијент се утврђује према следећој формули:<sup>7</sup>

$$\beta_j = \frac{\sigma_j r_{j,m}}{\sigma_m} \quad (2)$$

где су:

$\beta_j$  – бета хартије од вредности  $j$ ,

$\sigma_j$  – стандардна девијација приноса хартије  $j$ ,

$r_{jm}$  – коефицијент корелације између приноса на хартију  $j$  и одговарајућег тржишног приноса,

$\sigma_m$  – стандардна девијација тржишног приноса (приноса на тржишни портфолио).

Ако је бета коефицијент код акција нпр. 2, то значи да ће промена тржишног индекса од 1% условити промену приноса на акцију од 2%. Бета коефицијенти се најчешће крећу од 0,5 до 2. Бета коефицијент ће бити већи уколико постоји већи степен корелације приноса нпр. на једну акцију и тржишног коефицијента, тако да већи коефицијент указује на већи систематски ризик. Предузећа ће у гранама које су осетљивије на циклична кретања у националној економији имати већи бета коефицијент, што значи да су изложена већем дејству систематског ризика него предузећа код којих та циклична кретања имају мањи утицај. Тако ће овај коефицијент бити већи од 1 нпр. у електронској индустрији и авио-компанијама, него нпр. у прехранбеној индустрији и код предузећа за дистрибуцију гаса и електричне енергије, где ће сигурно бити мањи од 1. Уколико дође до успоравања привредне активности у једној држави, број путовања авионом ће се нагло смањити, нарочито пословних, док ће се потрошња хране незнатно смањити или ће остати непромењена.

## 2.2. Базична формула CAPM-а

Да бисмо објаснили базичну формулу CAPM-а претпоставићемо да инвеститор намерава да купи једну акцију „ $j$ ”, и да разматра величину приноса

<sup>7</sup> Наведено према: Каен (1995), стр. 294.

који очекује од те акције. На финансијском тржишту нуди му се велики број могућности за улагање сопственог капитала, при чему се могу остварити различите стопе приноса уз одговарајуће стопе ризика. Једна од могућности је куповина краткорочних државних хартија од вредности, као што су државни благајнички записи који обезбеђују принос без ризика, односно сматрају се неризичним улагањем. Наиме, на реалну каматну стопу на ове записе додата је премија за ризик за очекивани степен инфлације. Међутим, ако улаже у куповину неких других хартија од вредности инвеститор ће очекивати, односно захтевати вишу стопу приноса. Та виша стопа приноса односно очекивана стопа приноса може се изразити следећом формулом:<sup>8</sup>

$$k_j = R_f + [\beta_i (k_m - R_f)] \quad (3)$$

Поједини симболи имају следеће значење:

$k_j$  – захтевана стопа приноса на улагање (средство)  $j$ ,

$R_f$  – неризична стопа приноса (стопа приноса на државне благајничке записе, односно неризични портфолио),

$\beta_j$  – бета коефицијент, односно индекс систематског ризика у улагање  $j$ ,

$k_m$  – тржишна стопа приноса, односно принос на тржишни портфолио улагања.

Ако пођемо од примера да инвеститор намерава да купи акцију „ $j$ ” за коју неризична стопа приноса износи 5%, премија за тржишни ризик 4% и бета коефицијент 1,5 добићемо следећу захтевану стопу приноса:

$$k_j = 5\% + [1,5 (9\% - 4\%)] = 5\% + 7,5\% = 12,5\%$$

Инвеститор очекује да ће на уложени капитал остварити принос од 12,5%. Тржишна стопа приноса од 9% добијена је као збир неризичне стопе приноса (5%) и премије за тржишни ризик (4%). Бета коефицијент од 1,5 указује да се ради о улагању чији су приноси осетљиви на значајна циклична колебања.

### 3. Међузависност просечне цене капитала и модела процењивања капиталних улагања

До сада смо видели да постоји директна међузависност захтеване стопе приноса на обичне акције и систематског ризика мереног бета коефицијентом. Улагање у обичне акције је знатно ризичније него улагање у преференцијалне акције и обвезнице предузећа с обзиром да преференцијалне акције и обвезнице нуде углавном фиксну стопу приноса док је дивиденда на обичне акције променљивог карактера и може узимати различите вредности. Такође, преференцијалне акције имају прече право на принос и сред-

<sup>8</sup> Наведено према: Gitman (2003), стр. 238.

ства предузећа у односу на обичне акције. Повериоци, односно власници обвезница имају такође прече право на принос и средства у односу на обичне и преференцијалне акционаре. С обзиром на степен ризика који трпе, обични акционари захтевају више стопе приноса на своја улагања у односу на преференцијалне акционаре и власнике обвезница и те стопе су много више осетљиве на систематски ризик. Наиме, као што смо већ навели бета коефицијент на улагање у акције креће се најчешће у распону 0,5 – 2 и више. С обзиром да су приноси на преференцијалне акције и обвезнице углавном фиксног карактера, захтеване стопе приноса на ове хартије од вредности биће мање сензитивне на тржишна колебања. Захтевана стопа приноса на преференцијалне акције могла би се изразити дивидендном стопом (дивиденда по акцији / тржишна цена по акцији) док би код обвезница захтевана стопа приноса била једнака стопи приноса до доспећа (интерној стопи приноса која изједначава садашњу вредност издавања готовине по основу камате и главнице дуга са тржишном вредношћу обвезнице).

Захтевана стопа приноса на преференцијалне акције и обвезнице може се такође утврдити коришћењем САРМ-а, односно и за ове хартије од вредности може се утврдити бета коефицијент на исти начин као што се бета коефицијент утврђује за обичне акције. Међутим, као што смо већ видели, с обзиром на фиксни карактер приноса и прече право на принос и средства бета коефицијент је знатно нижи, односно ове хартије од вредности су изложене знатно мањем степену систематског ризика.

Да бисмо утврдили захтевану стопу приноса на обвезнице ( $k_i$ ), односно дуг морамо имати податке о неризичној стопи приноса ( $R_f$ ), тржишној стопи приноса ( $k_m$ ) и бета коефицијенту дуга ( $\beta_i$ ). Ако претпоставимо да неризична стопа приноса износи 6%, тржишна стопа приноса 14% и бета коефицијент 0,1, захтевана стопа приноса на обвезницу биће:<sup>9</sup>

$$k_i = 6\% + [0,1 (14\% - 6\%)]$$

$$k_i = 6\% + 0,8\%$$

$$k_i = 6,8\%$$

Међутим, ако већ знамо да стопа приноса до доспећа на обвезнице износи 6,8%, бета коефицијент дуга израчунаћемо на следећи начин:

$$6,8\% = 6\% + [\beta_i (14\% - 6\%)]$$

$$\beta_i = \frac{6,8\% - 6\%}{14\% - 6\%}$$

$$\beta_i = \frac{0,8\%}{8\%}$$

<sup>9</sup> Овај и следећи пример конструисан је према: Smart и др. (2007), стр. 347–353.

$$\beta_i = 0,1$$

Бета коефицијент би се могао утврдити за било које хартије од вредности или било које друго средство. „Свако средство које генерише новчане токове има бета коефицијент и тај коефицијент одређује захтевану стопу приноса на средства, коришћењем CAPM-а. То нам дозвољава да утврдимо везу између CAPM-а и WACC (пондерисане просечне цене капитала)...”<sup>10</sup> Када смо објашњавали просечну цену капитала, видели смо да се она користи као критеријум рентабилности инвестиционих пројеката и да је она минимална захтевана стопа приноса која се мора остварити на улагање капитала да се то улагање не би завршило губитком. Ако претпоставимо да се предузеће финансира само емисијом обвезница и обичних акција и ако апстрахујемо порез на добитак предузећа, просечну цену капитала можемо написати у следећем облику:

$$\text{Просечна цена капитала (WACC)} = \left( \frac{D}{D+E} \right) \cdot k_i + \left( \frac{E}{D+E} \right) \cdot k_e \quad (4)$$

Сада можемо успоставити директну везу између захтеване стопе приноса на дуг (обвезнице) и сопствени капитал (обичне акције) са бета коефицијентима ових хартија од вредности, што се може изразити следећом формулом:

$$\beta_A = \left( \frac{D}{D+E} \right) \cdot \beta_i + \left( \frac{E}{D+E} \right) \cdot \beta_e \quad (5)$$

Према томе добили смо бета коефицијент средстава предузећа ( $\beta_A$ ) као пондерисани просек бета коефицијената дуга и сопственог капитала. Бета коефицијент средстава „је просто мера систематског ризика реалних средстава или коваријанса новчаних токова које генеришу та средства, подељена са варијансом новчаног тока тржишног портфолија”<sup>11</sup> Бета коефицијент средстава на левој страни формуле мери ризик улагања у стварна (реална) средства предузећа, док је на десној страни формуле приказано како је тај ризик распоређен на поједине инвеститоре, повериоце (власнике обвезница) и обичне акционаре.

Ако се предузеће финансира само сопственим капиталом (само обичним акцијама), бета коефицијент средстава предузећа биће једнак бета коефицијенту сопственог капитала ( $\beta_A = \beta_e$ ). Ако је нпр. бета коефицијент средстава предузећа 1,3 и бета коефицијент сопственог капитала биће 1,3 што се може израчунати на основу претходне формуле:

<sup>10</sup> Исто, стр. 348.

<sup>11</sup> Исто, стр. 348. Видети такође: Samuels и др. стр. 214. и 215.



$$\beta_A = 1,3 = \left( \frac{0}{0+1} \right) \cdot \beta_i + \left( \frac{1}{0+1} \right) \cdot \beta_e$$

$$\beta_e = \frac{1,3}{1}$$

$$\beta_e = 1,3$$

Међутим ако се нпр. предузеће финансира са 30% емисијом обвезница и 70% емисијом обичних акција, а бета коефицијент дуга износи 0,1 с тим да је бета коефицијент средстава такође 1,3, бета коефицијент сопственог капитала биће:

$$\beta_A = 1,3 = (0,3)(0,1) + (0,7)\beta_e$$

$$\beta_e = \frac{1,3 - (0,3)(0,1)}{0,7}$$

$$\beta_e = 1,81$$

Према томе, бета коефицијент сопственог капитала код предузећа које се поред обичним акцијама финансира из дуга је знатно већи него код предузећа које се финансира само емисијом обичних акција, што се може објаснити ефектом финансијског левериџа на сопствени капитал.<sup>12</sup> Ефекат финансијског левериџа на бета коефицијент сопственог капитала, уз претпоставку да је бета коефицијент дуга нула, може се приказати преуређењем формуле 5, тако да добијемо:

$$\beta_e = \beta_A \left( 1 + \frac{D}{E} \right) \quad (6)$$

Ако предузеће у структури капитала има дуг, израз  $[1 + (D/E)]$  је већи од један што значи да је бета сопственог капитала већа од бета средстава. Такође што је веће учешће дуга у структури капитала, већи је финансијски левериџ а такође и бета коефицијент сопственог капитала.

Имајући у виду да камата на дугове умањује основицу за порез на добитак предузећа, односно да се јавља ефекат уштеде на порезу, у претходну формулу би требало укључити утицај тог ефекта, тако да се формула за бета коефицијент сопственог капитала може написати у следећем облику:<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Robert S. Namada је први објаснио како се бета коефицијенти сопственог капитала могу конвертовати у бета коефицијенте средстава и обратно. Наведено према: Smart и др. стр. 348.

<sup>13</sup> У претходним излагањима смо апстраховали постојање пореза на добитак.

$$\beta_e = \beta_A \left[ 1 + (1 - T_c) \frac{D}{E} \right] \quad (7)$$

где је  $T_c$  стопа пореза на добитак.

Ако се предузеће бави једном врстом делатности и жели да инвестира у пројекат у истој делатности и ако је тај пројекат сличан већ имплементираним пројектима, оно може као критеријум и за оцену рентабилности новог пројекта, користити већ утврђену просечну цену капитала јер ће на тај начин инвеститори, повериоци и акционари, остварити очекиване стопе приноса. Међутим, ако предузеће има намеру да улаже у нови пројекат у оквиру друге делатности оно мора испитати колико ће улагање у тај нови пројекат бити више или мање ризично у односу на постојећу делатност и у складу са тим степеном ризика утврдити захтевану стопу приноса. Оно ту стопу може утврдити израчунавањем бета коефицијента сопственог капитала за тај нови пројекат односно коришћењем CAPM-а. Да бисмо ово илустровали размотрићемо хипотетички пример предузећа „X”.

Предузеће „X” намерава да инвестира у пројекат у другој делатности која је изложена знатно већем степену систематског ризика. Просечна цена капитала у овом предузећу износи 11% а улагање у нови пројекат биће финансирано са 25% дуга и 75% акцијског капитала. Предузеће је прикупило податке од предузећа „Y” и „Z” која се баве том другом делатношћу, а који су значајни за одлуку предузећа „X” да ли инвестирати у пројекат у тој другој делатности. Предузећа „Y” и „Z” баве се само том делатношћу и њиховим хартијама од вредности се активно тргује на берзи. У примеру је апстраховано постојање пореза на добитак предузећа и бета коефицијенти дуга код сва три предузећа су једнаки нула.

Табела 1. Релевантни подаци за предузећа „Y” и „Z”

	Предузеће „Y”	Предузеће „Z”
Бета коефицијент акција (b)	1,29	1,69
Учешће дуга у укупном капиталу (D)	0,15	0,35
Учешће акцијског капитала у укупном капиталу (E)	0,85	0,65
Рацио D/E	0,18	0,54
Бета средстава (b)	1,10	1,10

Извор: Ауторова анализа

Бета коефицијенти средстава за оба предузећа израчунати су коришћењем формуле за бета средстава (5) тако да смо добили:

$$\beta_A \text{ за предузеће „Y”} = (0,15)(0) + (0,85)(1,29) = 1,10$$

$$\beta_A \text{ за предузеће „Z”} = (0,35)(0) + (0,65)(1,69) = 1,10$$

Оба предузећа имају скоро исте бета коефицијенте средстава јер послују у истој делатности и изложени су истом степену ризика. Разлике у бета коефицијентима њихових акција проистекле су из различите структуре капитала, односно различитог степена левериџа. Ове разлике могу настати због неједнаког нивоа техничке опремљености, различитог степена коришћења капацитета и др.

За обрачун бета коефицијента сопственог капитала користићемо бета коефицијент средстава предузећа „Y” и „Z” који износи 1,10. Овај коефицијент ћемо израчунати помоћу формуле 6:

$$\beta_e \text{ предузећа „X”} = \beta_A \text{ предузећа „Y” и „Z”} \cdot \left(1 + \frac{D}{E}\right) = 1,10(1 + 0,33) = 1,46$$

Ако претпоставимо да неризична стопа приноса износи 5% премија за тржишни ризик 6% и очекивана стопа приноса поверилаца 8%, најпре ћемо израчунати захтевану стопу приноса на сопствени капитал:

$$k_e = 5\% + [1,46 (11\% - 5\%)]$$

$$k_e = 5\% + 8,76\%$$

$$k_e = 13,76\%$$

а затим просечну капитала:

$$k_o = 8\% (0,25) + 13,76\% (0,75)$$

$$k_o = 2\% + 10,32\%$$

$$k_o = 12,32\%$$

Према томе, предузеће „X” би за оцену рентабилности новог пројекта у другој делатности требало да користи као критеријум, односно дисконтну стопу од 12,32%, што је више од његове просечне цене капитала с обзиром да се ради о пројекту који је изложен већем степену систематског ризика. У пракси бисмо вероватно препоручили коришћење дисконтне стопе у распону од нпр. 11,5% и 13%.

## Закључак

За доношење одлука о улагању капитала у поједине инвестиционе пројекте у предузећу је веома важно познавање концепта просечне цене капитала као и метода за мерење ризика улагања. Када предузеће испитује оправданост неког улагања које није у оквиру његове делатности, требало би да испита коликом степену ризика ће бити изложено то улагање у оквиру друге делатности. За то се може користити бета коефицијент средстава за неколико најзначајнијих предузећа у тој делатности. На основу тог бета коефицијента могуће је прорачунати бета коефицијент сопственог капитала,

при чему ће се респектовати структура капитала за тај нови пројекат као и уштеде у порезу на добитак, због присуства позајмљеног капитала. Коришћењем основне формуле CAPM-а утврдиће се захтевана стопа приноса за сопствени капитал. На основу те стопе, захтеване стопе приноса за позајмљени капитал и уз респектовање структуре капитала, добиће се просечна цена капитала која уважава систематски (тржишни) и финансијски ризик.

## Литература

1. Brealey, R. A., Myres, S. C. and Marcus, A. J. *Основи корпоративних финансија*. Загреб: МАТЕ, 2007.
2. Gitman, L. J. *Managerial Finance*. Boston: Addison-Wesley, 2003.
3. Horne, J. C. V. and Wachowicz, J. M., Jr. *Основе финансијској менаџмента*. Београд: Дата Статус, 2007.
4. Иванишевић, М. *Пословне финансије*. Београд: Економски факултет, 2012.
5. Kaen, F. R. *Corporate Finance*. Cambridge: Blackwell, 1995.
6. Kolb, R. W. *Financial Management*. Glenview: Scot Foresman and Company, 1987.
7. Samuels, J. M., Wilkes, F. M. and Brayshaw, R. E. *Management of Company Finance*. London: Chapman and Hill, 1991.
8. Smart, S. B., Megissoon, W. L. and Gitman, L. J. *Corporate Finance*. South-Western: Thomson, 2007.
9. Станчић, П. *Савремено ујрављање финансијама њредузећа*. Крагујевац: Економски факултет, 2006.

Љубо Јурчић<sup>1</sup>

## Индустријска политика у глобалним процесима

### Industrial policy in global processes

#### Резиме

Глобализација је глобални процес кроз који се смањују или укидају бререке несмејаном ширењу идеја, вјера, робе, услуга, калнишала, технолоија, помоћи, ишд. на цијелој земаљској кули. У економском смислу, коначни циљ глобализације јесте брериварање цијеле земаљске куле у јединствени економски проспор. Тај процес пошакнуи је индустријском и технолошком револуцијом, као и различитим међународним споразумима којима се уклањају бререке овим процесима.

Мале земље уколико уколико желе имаи веће користи нео бррошкове глобализацијских процеса, морају имаи власитиу полиику која ће им по омоћуиши, дудући да користи од глобализације аушоматизмом брриадају великим, а бррошкови малим земљама. Једна од полиика којом мале земље моу остварити користи од глобализације јесте индустријска полиика.

**Кључне ријечи:** глобализација, мала земља, индустријска полиика, индустријска сшрукшра.

#### Summary

Globalization is a global process that can reduce or eliminate barriers for the free dissemination of ideas, religions, goods, services, capital, technology, aid etc. around the globe. In economic terms, the ultimate goal of globalization is to

<sup>1</sup> Економски факултет Загреб, ljurcic@efzg.hr

turn the entire globe into a single economic space. This process has been driven by industrial and technological revolution and the various international agreements eliminating barriers in these processes.

Small countries, if they want to have more benefits than costs of globalization processes, must have their own policies that will allow it; because the benefits of globalization automatically belong to large countries and costs to small countries. One policy by which small countries can benefit from globalization is industrial policy.

**Key words:** globalization, small country, industrial policy, industrial structure.

## Увод

Економски раст је резултат многих фактора: економских, политичких и културних. Док су економисти традиционално као факторе раста наглашавали акумулацију конвенционалних инпута, рада и капитала, у посљедње вријеме већа пажња се поклања политичким и технолошким показатељима. Овај рад се бави, технолошким показатељима, индустријском структуром и економском политиком.

Економски историчари дају значајно мјесто технолошком показатељу као фактору раста. Насупрот томе, макроекономисти умањују њену улогу највише због немогућности анализирања снага које обликују технолошке промјене. Међутим, захваљујући многим истраживањима то се у посљедњих тридесетак година мијења. Радови Romera<sup>2</sup>, Grossman и Helpmana<sup>3</sup>, Aghion и Howitta<sup>4</sup> и Helpman<sup>5</sup> и других, потакли су многе макроекономисте да технолошком напретку дају централно мјесто у процесу раста. Резултати ових истраживања омогућили су да се микроекономски аспект процеса иновација повеже с макроекономским резултатом, односно с растом.

Важно је напоменути да је увијек било економиста који су технолошке промјене видјели као главни покретач процеса раста. Примјерице, Simon Kuznets је 1966. године писао: „... можемо са сигурношћу рећи да се од друге половине деветнаестог стољећа извор економског раста у развијеним земљама заснивао на знаности и технологији: у електрици, стројевима с унутрашњи сагоријевањем, електроници, атомској физици и биолошком подручју, између осталих.”<sup>6</sup>

<sup>2</sup> Romer, P.M. (1990), *Endogenous technological change*, Journal of Political Economy 98: S71-S102.

<sup>3</sup> Grossman, G.M., Helpman, E. (1991), *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, MIT Press.

<sup>4</sup> Aghion, P., Howitt, P. (1992), *A model growth through creative destruction*, *Econometrica* 60, p. 323-351.

<sup>5</sup> Helpman, E. (1998), *General Purpose Technologies and Economic Growth*, MIT Press, Cambridge.

<sup>6</sup> Kuznets, S. (1966), *Modern Economic Growth*, Yale University Press, New Haven. str. 10.

Данашњи развој одвија се у условима брзог технолошког напретка и глобализације свјетске привреде. Ова два процеса се међусобно потичу.

## 1. Глобализација

Глобализација има различите аспекте: економски, културни, политички, еколошки, каритативни, итд. Глобализација у економском смислу је процес којим се смањују или потпуно укидају препреке у међународној економској размјени, и повећава економска интеграција међу земљама. Препреке економској сарадњи ближих а поготово удаљенијих земаља кроз историју биле су различите. У далека времена комуникација између удаљених земаља била је немогућа, или се врло споро одвијала. Могућност превоза робе на веће удаљености, у већим количинама, била је мала. Различити дијелови свијета имали су различите монетарне, царинске и фискалне системе. Стандарди по којима се производила и користила роба били су различити. Препреке развоју сарадње биле су физичке, техничке и институционалне. Значајније повећање сарадње и интеграцијских процеса међу земљама почиње половином 18. вијека када долази до значајније примјене проналазака индустријске револуције и капиталистичког начином производње. Изградња жељезница, пароброда и телеграфа смањила је комуникацијске и транспортне препреке. До почетка Првог свјетског рата препреке слободном кретању робе, капитала и рада преко државних граница нису биле значајне. Ипак, процеси прије 1914. године тешко би се могли, у данашњем смислу ријечи, назвати глобализацијом из разлога што већи дијелови свијета нису учествовали у том процесу (нису били глобални у пуном смислу ријечи) и зато што су трошкови транспорта и комуникација били још увијек високи да би се различита тржишта интегрисала. Међународно финансијско тржиште није било развијено нити по промету, нити по облицима финансијских инструмената. Раздобље између два свјетска рата карактерише велика криза, депресија и високе царинске и нецаринске препреке што је довело до пада међународне економске сарадње, односно до деглобализације.

Савремени процес глобализације почиње послвије Другог свјетског рата, а снажније се почиње осјећати шездесетих година прошлог вијека. Непрестални технолошки напредак утицао је на смањење транспортних и комуникацијских трошкова, тако да они данас не представљају значајнију препреку међународној размјени. Договори у оквиру разних међународних организација доводе до усвајања међународних стандарда у производњи многих производа. У оквиру међународне трговачке коморе усвајају се стандарди транспортних докумената у међународном транспорту и јединствена правила у међународном платном промету. Кроз рунде преговора, у

оквиру ГАТТ-а, а данас WTO, укинуте су нецаринске препреке и смањена царинска заштита на врло низак ниво. Нестајањем социјалистичког блока, нестала је политичка препрека слободној економској размјени са значајним дијелом свијета. Сви ти процеси и многи други довели су до тога да се данас може произвести било гдје и продати било гдје на земаљској кугли. То значи ће се производња робе, која је предмет међународне размјене, обављати на локацији у свијету гдје су трошкови најмањи и продавати тамо гдје се њеном продајом могу постићи највиши профити. Профити се књиже тамо гдје су порези најмањи.

Глобализација сучељава носиоце економске политике са новим могућностима и новим изазовима. У глобализованој привреди ефикасна производња остварује се оптималном комбинацијом улагања производних фактора и уз најсавременију технологију у свјетским размјерима. Цијене производних фактора истог квалитета изједначавају се на свим тржиштима, што доводи до редистрибуције националног дохотка. Национално тржиште губи значење и оно постаје дио свјетског тржишта.

Све ти фактори окружења, како би могли назвати процес глобализације, снажније дјелују на „малу земљу” него на велику. Мала земља, по правилу, има више зависи од спољње трговине него велика. Због тога свака промјена у свјетској економији има значајан утицај на економију мале земље. Не постоји дилема дали се укључити или не у глобализацијски процес. Питање је само на који начин то учинити. Правилно препознавање узрока, ефеката и процеса глобализације омогућује малим и земљама у развоју израду квалитетније стратегије. Стратегија увијек полази од анализе постојеће ефикасности и структуре привреде, расположивости и квалитета производних фактора у свјетским размјерама. На темељу ове анализе одређује се ниво њене развијености и утврђују се могућности, тј. фактори и ограничења развоја.

Битни елементи глобализације су стандардизација производа и услуга и либерализација међународне размјене. Посљедица овог је глобално повећање конкуренције. У већој конкуренцији постизавање користи може се остварити само кроз специјализацију у производњи робе и услуга у чијој производњи земља има, или може стећи компаративне предности. Компаративне предности су основа конкурентске предности на глобалном тржишту. Специјализација значи концентрација производње робе и услуга у дјелатностима за које постоје распложиви и квалитетни производни ресурси. Специјализација у производњи на макроекономском плану значи промјену структуре националне привреде. Промјена структуре националне привреде јесте циљ индустријске политике. Понекад се умјесто синтагме индустријска политика користи и „структурна политика”. Комбинацијом инструмената других економских политика, индустријска политика ствара



услове и потицаје за развој индустрија с већом додатом вриједношћу и оптимално позиционирање дјелатности с мањом додатом вриједношћу.

## 2. Индустријска структура и индустријска политика

Основни циљ политике и економске политике јест прибавити грађанима своје државе што већи животни стандард. Нужни услов остваривања тог циља је раст националног дохотка, а довољни услов је његова равномерно-мјерна расподела. Национални доходак ствара се у производњи, па је логичан закључак да за повећање националног дохотка потребно је креирати систем, мјере и инструменте за повећање производње. У економији постоји појам „потенцијални доходак”, што представља максимални доходак који би се остварио кад би сви производни фактори (земља, рад, капитал) били у потпуности запослени и то у производњама у којима су најефикаснији.

Свака привреда се састоји од три дијела: примарног, секундарног и терцијарног. Временом њихови удјели у укупној привредној производњи су се мијењали. Кроз дугу историју највећи дио је припадао примарном сектору производње, тј производима земље и сточарству. Крајем XVIII вијека почиње интензивнији развој индустрије која се развила из мануфактуре на трговачком капиталу, тако да је до шестдесетих година прошлог вијека највећи удио у привреди имала прерађивачка индустрија, односно секундарне дјелатности. Четврта технолошка револуција потакнула је развој услужног сектора, тако да данас у највећем броју земаља свијета услуге чине преко 50% бруто домаћег производа. Удио пољопривреде се смањио код најразвијенијих земаља испод три посто, код средње развијених испод десет посто, а прерађивачке индустрије испод двадесет посто.

Смањење удјела не значи и смањење производње. Бруто домаћи производ од почетка индустријске револуције почео је брже расти захваљујући повећању индустријске производње. Расла је и пољопривредна производња захваљујући технолошком напретку у пољопривреди, али индустријска је пуно брже расла (по чему је и добила ознаку „револуција”), па је зато чинила све већи дио бруто домаћег производа.

Иако код већине земаља данас услуге стварају највећи дио бруто домаћег производа, још увијек вриједи правило да је примарна производња пољопривреда, а секундарна индустрија, тј прерађивачка производња. Пољопривреда је значајна из два разлога. Први разлог је што је храна стратешки производ (храна је енергија за људе исто као што је енергија храна за машине) без којег нема људског живота. Други разлог су услови за пољопривредну производњу које природа даје бесплатно држави, па је економски и политички недопустиво не искористити их. Земља је једини прои-

звод који је ограничен на земљи због чега настаје рента и права је штета не искористити ту ренту на најбољи начин. Уосталом, држава се неће ни приближити „потенцијалном дохотку” ако запостави искориштавање земље. Зато све развијене земље користе максимално могућности пољопривредне производње. На примарној пољопривредној производњи развила се прехранбена индустрија и индустрија машина и опреме која се користи у пољопривредној производњи и прехранбеној индустрији. Међутим, раст домаће производње базиран само искориштавањем земље има своје природне границе.

Индустријска производња на којој почива садашња цивилизација нема ограничења и данас су развијене оне земље које имају развијену прерађивачку индустрију. Иако услужни сектор чини преко 50% бруто домаћег производа код већине земаља данас, важно је знати да највећи дио тих услуга је директно или индиректно повезан с индустријом. Раст индустријске производње ствара веће потребе за инпутима производње (сировинама, полупроизводима, енергијом, радницима) и за доставом производа до купца, што директно повећава потражњу за услугом превоза, а повећање услуга превоза повећава потражњу за превозним средствима. Истраживање тржишта, дизајнирање и промоција производа, финансирање цијелог пословног процеса су услуге које су директно везане на производњу. Истраживање и развој нових технологија и производа такође спадају у такве услуге. Запосленици зарађен доходак у производњи троше на услуге одмора и рекреације, трговине, културе, спортске услуге, здравствене, образовне итд. Тешко је наћи земљу која је постала развијена а да прије тога није развила индустрију и да данас не улаже велике напоре да учини своју индустрију још конкурентном на свјетском тржишту.

Важност прерађивачке индустрије је додатно и поново потврдила посљедња свјетска финансијска и економска криза. Борба за заустављање кризе и оживљавање привреде сводила се на очување домаће производње и радних мјеста у прерађивачкој индустрији. Спасовање банкарског сектора било је углавном у функцији одржавања домаће производње и запослености.

Европска комисија упутила је Европском парламенту и другим тијелима ЕУ документ (COM(2010) 614 од 28. 10. 2010. године) под називом *An Integreted Industrial Policy for Globalisation Era...* у којем одмах на почетку наглашава: „Европа треба индустрију” и наставља... „јединствено (европско) тржиште са 500 милиона потрошача, 220 милиона радника и 20 милиона предузетника је кључни инструмент у постизању конкурентне европске индустрије. Један од четири радна мјеста у приватном сектору у ЕУ је у прерађивачкој индустрији, а најмање један од четири радна мјеста у услужном сектору су директно везана на индустрију. Око 80% свих послова истражи-

вања и развоја у приватном сектору такође је везано на индустрију... Од највеће је важности повећати продуктивност у прерађивачкој индустрији и повезаним услугама како би се убрзало оживљавање економије, повећао број радних мјеста и обновила виталност и одрживост ЕУ привреде и очувао наш социјални модел. Индустрија је зато у центру новог економског ЕУ модела у Стратегији Европе 2020.... Финансијска и економска криза је поново скренула пажњу на чињеницу да је од централне важности јака, конкурентна и диверзификована прерађивачка индустрија.... Производи прерађивачке индустрије чине 75% извоза....”

Европска комисија је 10.10. 2012. године упутила документ ((COM(2012) 582 финал), којим поново, након двије године, наглашава важност индустријске политике и прерађивачке индустрије за опоравак европске привреде. Документ почиње ријечима „... у времену кад финансијска криза не посустаје, Европа треба реалну економију више него икад како би остварила привредни раст и повећала број радних мјеста ... индустријска активност има важан утицај на производњу и запосленост у другим секторима. Процјена је да се на сваких 100 радних мјеста отворених у индустрији, директно и индиректно отвара између 60 и 200 радних мјеста у остатку привреде, зависно од дјелатности...”

Потицај изради обају докумената је садашња криза која се није требала догодити. Кризе се обично догађају након великих природних непогода, пандемија, нестанка енергије или хране и сл. Овај пут се ништа од тога није догодило. Ову кризу изазвала је неравнојерна расподела националног богатства и дохотка, али прије свега безгранична људска похлепа. Тој безграничној људској похлепи погодовао је неолиберални систем који је након пада социјалистичког система промовисан као коначни и идеални систем за друштвено и економско уређење свијета. У том систему профит и капитал су на првом мјесту, а не човјек и производња. Циљеви су постали богатство и профит појединца а не благостање друштва. Што већи профит и у што могуће краћем времену. Од економских политика у први план је испливала монетарна политика, уз објашњење да су њени инструменти довољни за остваривање економских и друштвених циљева. Остале политике гурнуте су на маргину, или постављене као слуге монетарној политици. Новац, а не произведена роба и услуге постале су мјера богатства. Новац је постао циљ и сврха свега. Међутим, у друштву и (макро)привреди, новац није циљ него средство и инструмент за остваривање друштвених циљева. Савремени новац нема своју унутарњу вриједност, него он једино може бити мјера вриједности произведеног богатства. Многи то нису схватили, а многи који су то схватили имали су другачији интерес. Због тога је „производња” новца и новчаних изведеница протеклих тридесетак година била много већа од

производње робе и услуга. То је, уз неравномјерну расподјелу, иницирало садашњу кризу.

Понеки узроке кризе виде у високим дефицитима и дуговима држава. То је још једна у низу замјене узрока и посљедица. Дефицити буџета и задуженост државе нису произвели лошу економске и социјалну ситуацију, него обрнуто: погрешна економска политика произвела је високе дефиците и дугове. Стога рјешење проблема није у „механичком” резању дефицита, него у промјени економске политике. Све већи број људи и политичара постају тога свјесни и све се већи напори улажу да се промијени редослијед важности економских политика у чему индустријска политика, неоспорно, заузима прво мјесто. Централно мјесто у индустријској политици заузима прерађивачка индустрија.

Скуп мјера и инструмената којима влада дјелује на промјену индустријске структуре назива се индустријска политика. Johnson дефинише индустријску политику као „... иницијативе и кординације владиних активности с циљем подизања конкурентности цијеле привреде и појединих индустрија”<sup>7</sup>.

Може се рећи да индустријску политику индустријска држава води од свог настанка. Циљ индустријске политике је увијек био подизање продуктивности, профитабилности и међународне конкурентности националних индустрија, кроз изградњу оптималне индустријске структуре.

Индустријском политиком се одговара на темељна питања економије: шта, како и за кога производити. Шта производити, одређено је расположивим ресурсима и онима који се под оптималним условима могу прибавити. Како производити, одређује се технологијом производње, образовањем и организацијом производње. За кога производити, одређено је структуром свјетског и домаћег тржишта.

Многе земље су у кризи, не као жртве свјетске економске кризе, него као посљедице непостојања активне индустријске политике. Најчешће, дубоки извори кризе су деиндустријализација привреде у времену индустријске цивилизације. Деиндустријализација је посљедица препуштања националне привреде „невидљивој руци” у ситуацији кад све паметне земље имају јасне индустријске политике и циљеве. Индустријском политиком стварају се недостајући услови и елементи за ефикасну, конкурентну и профитабилну производњу у дјелатностима за које постоји „критичан” број осталих услова. Индустријска политика је у основи структурна политика чији је циљ отклањање препрека ка повећању производње и ефикасности сваког појединог сектора и стварање услова за развој дјелатности са већом додатом вриједношћу.

<sup>7</sup> Johnson, C, (1984), *The Industrial Policy Debate*, Institute for Contemporary studies, San Francisco.

Препреке које отклања индустријска политика су: истраживање, развој и пројектирање производа и пословања, технологија, образовање и кадрови, тржиште, физичка и институционална инфраструктура, финансирање и помоћ државе у наступу на страним тржиштима. Саставни дио националне индустријске политике је и „индустријска шпијунажа”.

На глобалном плану, најпознатији заговорник индустријске политике Дани Родрик каже: „Индустријску политику можемо посматрати као средство координације за стимулисање друштвено - профитабилних улагања.”<sup>8</sup>

Нити невидљива рука, нити приватни предузетници могу замијенити улогу индустријске политике, нити је то њихова улога. Активна индустријска политика с којом ће се ускладити регионална, образовна, технолошка, финансијска, монетарна и друге политике, јесте темељ привредног раста и друштвеног развоја. Главно обиљежје развоја је промјена структуре – процес извлачења економских ресурса из традиционалних нископродуктивних дјелатности и сељења у савремене високопродуктивне активности. Тај процес је далеко од аутоматског и тражи пуно више од доброг функционисања тржишта... Када је примјерено обликована, индустријска политика је процес стратешке сарадње између приватних и државних сектора, који има за циљ установити блокаде и препреке новим активностима и инвестицијама, те обликовати примјерене политике као одговор.<sup>9</sup> У складу са наведеним, економски раст не припада природном поретку ствари: успостављање фер правила игре и равноправних услова на тржишту нису довољни да потакну раст домаће производње. Исто тако, ријетки су данас увјерени да либерализација, дерегулација и приватизација, како је то од стране свјетских институција предлагано земљама у транзицији, саме по себи осигуравају економски раст. Доказ томе је развој јужноамеричких економија којима су била наметнута та правила од стране ММФ и Свјетске банке, на једној страни, и развој источноазијских економија које нису слиједиле та правила, на другој страни. Разлика у димамици економског раста и развоја ових земаља данас је јасно видљива у корист источноазијских земаља.

Биле су потребне деценије да се схвати да тржиштима треба подршка нетржишних институција како би била ефикасна. Нетржишне институције су потребне јер тржишта не настају сама од себе, не регулишу сама себе, не стабилизују се сама од себе и не дају сама себи легитимитет. Тржишна економија је нужно уграђена у скуп нетржишних институција. Примјер оваквом ставу је Америка која има најслободнија тржишта на свијету, али истовремено и најстроже институције које надгледају функционисање тржишта.

<sup>8</sup> Rodrik, D., (2007), One economics, many recipes: globalization, institutions, and economic growth, Princeton University Press, p. 30.

<sup>9</sup> Rodrik, D., op cit.

Без обзира да ли влада формално има или нема индустријску политику, она својим потезима, односно инструментима и мјерама других политика утиче на релативни економски положај појединих дјелатности, некима олакшава а некима отежава пословање. На тај начин, свјесно или несвјесно, утиче на структуру економије, односно влада проводи индустријску политику.

Савремена добра индустријска политика не мора нужно одредити „побједнике”, него је важније да препознаје „губитнике” и спречава их да не упропаштавају националне ресурсе.

Изградња институционалне инфраструктуре као подршке структурним промјенама националне економије јесте од темељног значаја. Систем образовања који ће омогућити стицања знања за овладавање савременим технологијама за претварање националних ресурса у ефикасне тржишне производе и услуге, спаде такође у темељне факторе раста економије и смањења њене рањивости на вањске шокове.

### **3. Закључак**

Глобални процеси које описујем једном рјечју: глобализација, јесу шанса и ограничења развоју националних економија. По природи ствари, великим економијама припадају користи од глобализације, док се трошкови глобализације распрушују по великом броју малих земаља. Поред тога, међународне политичке и економске институције које потичу процес глобализације направљене су у складу с интересима великих земља, што за њих увећава користи од процеса глобализације. Једна од препорука међународних институција је немијешање државе у функционисање привреде, односно тржишта. Предуслов, те ефикасно дјеловање невидљиве руке, односно саморегулишуће моћи тржишта, јесте спровођење брзе либерализације, приватизације, дерегулације и осамостаљења централне банке. Индустријска политика, као скуп мјера које би биле подршка развоју домаће производње и компензације несавршености тржишта, била је у супротности с доминантном политиком либералне економске идеологије. Сматрано је да се само монетарним механизмима и инструментима може управљати економијом.

Велика свјетска економске криза која је почела крајем 2008. године, показала је све слабости оваквог приступа вођењу економије. Земље које су биле лидери у промоцији монетаристичко - либералног модела, властите земље су спасавали мјерама које спадају у тврди државни интервенцизам и најактивнију индустријску политику.

Креатори политика малих, а уз то и неразвијених земаља у процесу глобализације, суочени су с пуно већим изазовима у креирању политика него код великих земаља. Због величине домаћег тржишта, предузетници малих

земања су нужно оријентисани на свјетска тржишта, што ствара високу зависност националне економије од свјетског тржишта. Због тога поремећаји на свјетском тржиштву изазивају веће последице по малу националну економију него по велику. Конкуренција на великом свјетском тржишту је већа, а конкуренти су веће и ефикасније компаније. Само слободно функционисање тржишта мале економије не може створити ефикасне домаће компаније на свјетском тржишту без подршке државних институција због чега се намеће потреба за изградњом стручне индустријске политике. Комбинацијом различитих економске-политичких мјера створиће се структура економије која ће осигуравати стабилан и дугорачан раст, повећати отпорност на иностране шокове и омогућити конкурентност националних компанија на свјетском тржишту.

## Литература

1. Aghion, P., Howitt, P. A model growth through creative destruction. *Econometrica*. 60, p. 323-351, 1992.
2. Балетић, З. Криза и антикризна политика, у књизи: *Криза и оквири економске политике*. Зборник радова, Разред за друштвене знаности, Хрватска академија знаности и умјетности Хрватске и Хрватски институт за финансије и рачуноводство, Загреб, 2009.
3. Богомолов, О. Поука глобалне кризе. *Економски преглед*. бр. 5-6, 2010.
4. Castles, F.G., et al., Ed. *The Oxford Handbook of the Welfare State*. Oxford University Press, 2010.
5. European Commission. An Integrated Industrial Policy for the Globalisation Era – Putting Competitiveness and Sustainability at Centre Stage, Brussels, 28.10.2010, COM (2010) 614 final.
6. European Commission. A Stronger European Industry for Growth and Economic Recovery, Brussels, 10.10.2012, COM(2012) 582 final.
7. Глигоров, В. Transition, Integration and Development in Southeast Europe. *Економски преглед*. (58), 5-6: 259-304, 2007.
8. Grossman, G. M., Helpman, E. *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, MIT Press, 1991.
9. Helpman, E. *General Purpose Technologies and Economic Growth*, MIT Press, Cambridge, 1998.
10. Huber, E., Stephens. J.D. *Development and Crisis of the Welfare State*. The University of Chicago Press. 2000.
11. Johnson, C. *The Industrial Policy Debate*. Institute for Contemporary studies, San Francisco, 1984.
12. Јурчић, Љ. Економски развитак, инвестиције, фиксни капитал и економија и политика транзиција. *Економски преглед*, бр. 5-6, 2005.

13. Јурчич, Љ., Војнић, Д. *Quo Vadis Croatia-Хрвајска на њуџу у Еуројску унију*. Зборник радова, 19. Традиционално савјетовање Хрватског друштва економиста, Опатија, 2011.
14. Јурчић, Љ. Финансијска криза и фискална политика. *Економски ирејлед*, бр. 5-6, 2010.
15. Јурчић, Љ. Хрватска–атипичан модел господарења. *Економски ирејлед*, бр. 12, 2010.
16. Јурчић, Љ. *Држава блајостјања*. МадеИн, ожујак, 2011.
17. Јурчић, Љ., Теодоровић, И. Global Crisis, recovery and the Changing World. *Економски ирејлед*, бр. 5-6, 2011.
18. Јурчић, Љ. The European Union and the SEE Countries, у „Sout-East Europe and the European Union- looking Ahead” Хрватско друштво економиста, 2011.
19. Јурчић, Љ., Војнић, Д. Латентна криза капитализма. Зборник радова, *Економска јолијика Хрвајске у 2012. јодини*, Хрватско друштво економиста, 2012.
20. Kremer, M. *How Welfare States Care: Culture, Gender and Parenting in Europe*. Amsterdam University Press, 2007.
21. Kolodko, G. *Economic Neoliberalism Became Almost Irrelevant*. Transition, Washington: World Bank, 1998.
22. Kuznets, S. *Modern Economic Growth*, Yale University Press, New Haven, 1966.
23. Месарић, М. Кружи ли баук социјализма поново Еуропом и свијетом? (Је ли социјализам пожељна и реална алтернатива неолибералном социјализму?) *Економски ирејлед*, бр. 5-6, 2010.
24. Месарић, М. *XXI Сјољеће. Доба судбоносних јромјена*. Загреб, 2008.
25. Polin, R. Tools for a New Economy: proposals for a financial regulatory system. *Boston Review*, January/February, 2009.
26. Rodrik, D. *One economics, many recipes: globalizatio, institutions, and economic growth*. Princeton University Press, 2007.
27. Romer, P. M. *Endogenous tehnological change*, Journal of Political Economy 98: S71-S102, 1990.
28. Скиделску, Р. *Кеунес - Поврајшак великана*. Загреб: Алгоритам, 2011.
29. Војнић, Д. Криза сувременог капитализма (с посебним освртом на кризу реалнога социјализма и самоуправнога социјализма). *Економски ирејлед*, (61), 5-6, 2011.
30. Војнић, Д. Тржиште: проклетство или спасење. *Економски ирејлед*, (55), 9-10, 2004.
31. Worl Bank. *Global Economic Prospects: Crisis, Finance and Growth*, 2010.
32. MF. *Initial Lessons of the Crisis*, 2009.



---

## ПРЕГЛЕДНИ ЧЛАНЦИ

---



*Здравко Тодоровић<sup>1</sup>*  
*Мајтеа Златковић<sup>2</sup>*

## **Побољшање успјешности пословања јавних предузећа примјеном корпоративног управљања**

### **Improving Business Performance of Public Companies Using Corporate Governance**

#### **Резиме**

У стручној јавности се све чешће указује на проблеме пословне успјешности јавних предузећа са већинским државним власништвом. Иако се ради о предузећима која располажу значајним природним ресурсима и имају стратешки значај, у њиховом пословању су присутни врло мали приноси на капитал, па чак и губици.

У овом раду се испитује пословна успјешност и ниво корпоративног управљања јавних предузећа Републике Српске (РС) са већинским државним власништвом која котирају на Бањалучкој берзи, а посебно предузећа Електропривреде РС. Мјерење пословне успјешности предузећа се врши на основу анализе финансијских извјештаја за посљедњих пет година, преко показатеља рентабилности и тржишних показатеља. Посебно се врши оцјењивање нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС, путем анкетног истраживања помоћу *Scorecard*<sup>3</sup> упитника Бањалучке берзе.

Циљ рада је указивање на низак ниво успјешности пословања посматраних предузећа у односу на инострана, као и на низак ниво корпоративног

<sup>1</sup> Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци, [zdravko.todorovic@efbl.org](mailto:zdravko.todorovic@efbl.org)

<sup>2</sup> Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци, [matea.zlatkovic@efbl.org](mailto:matea.zlatkovic@efbl.org)

<sup>3</sup> Scorecard за Стандарде корпоративног управљања. <http://www.blberza.com/v2/Pages/DocView.aspx?page=scorecard> (15.07.2012.)

управљања у предузећима Електропривреде РС. Такође се жели указати на зависност између кориштених показатеља и нивоа корпоративног управљања, односно на неопходност промјене политике државе према управљању државним капиталом.

**Кључне ријечи:** *јавна предузећа, пословна усјешност, показатељи рентабилности, показатељи тржишне вриједности, корпоративно управљање.*

## Summary

The professional community is increasingly addressing the problems of business performance of public enterprises with majority state ownership. Although it is the companies that have significant natural resources and are of strategic importance, very low returns on equity, or even losses are present in their business.

In this research paper we investigate business performance and the level of corporate governance of **Republic of Srpska** (RS) public companies with the majority state-owned listed on Banja Luka Stock Exchange, especially Elektroprivreda RS companies. Measuring the success of the business enterprise is based on the analysis of financial statements for the last five years, using indicators of profitability and market indicators. Particularly, we assess the level of corporate governance in companies Elektroprivreda RS, in survey research using Scorecard Banja Luka Stock Exchange questionnaires.

The aim of the study is to indicate low levels of business performance of surveyed companies in relation to foreign as well as the low level of corporate governance in companies Elektroprivreda RS. It also signifies the relationship between the used indicators and the level of corporate governance and the need for changes in the state policy towards the management of the state capital.

**Keywords:** *public companies, business performance, profitability indicators, indicators of market value, corporate governance.*

## 1. Увод

Рентабилност је израз коначног финансијског ефекта улагања средстава, односно израз укупног успјеха пословања.<sup>4</sup> Значи, рентабилност је одлучујуће мјерило ефикасности кориштења средстава, мјерило успјеха привредничке активности и пословања предузећа. Са становишта власника пре-

<sup>4</sup> Берберовић, Ш.; Тодоровић, З. Економика предузећа, Бања Лука: Економски факултет, 2009, стр. 249.

дузећа и инвеститора, један од најважнијих фактора приликом доношења одлуке о инвестирању средстава у предузећа је управо ниво рентабилности пословања.

Пошто јавна предузећа у многим земљама још увијек имају значајан удио у бруто домаћем производу, управљање овим предузећима је суштински значајно за осигурање њиховог позитивног доприноса цјелокупној ефикасности и конкурентности земље. Такође, ефикасно управљање овим предузећима је веома важно за привлачење потенцијалних инвеститора.

Истраживање приказано у овом раду је спроведено у двије групе предузећа: предузећа са већинским државним власништвом која котирају на Бањалучкој берзи (укључујући предузећа Електропривреде РС) и инострана предузећа из сектора електропривреде са већинским државним власништвом која котирају на једној од свјетских берзи. Код прикупљања података за предузећа из РС кориштена је база података Бањалучке берзе, док је за инострана предузећа кориштена база података *Thomson Reuters*.<sup>5</sup> Подаци који нису били доступни у базама података берзи, а битни су за истраживања, прикупљени су прегледом годишњих извјештаја предузећа, те базе података Централног регистра хартија од вриједности РС. Прикупљени финансијски подаци кориштени су за израчунавање показатеља потребних за сагледавање успјешности пословања предузећа. Подаци су прикупљени за период од 5 година (од 2007. до 2011. године).

Истраживање о достигнутом нивоу корпоративног управљања вршено је путем анкетања у предузећима Електропривреде РС, помоћу *Scorecard* за Стандарде корпоративног управљања, и кориштењем података објављених на сајтовима самих предузећа и Бањалучке берзе.

Подаци су обрађени математички и статистички и резултати презентовани путем табела, графика и дијаграма.

Кориштене су методе анализе и синтезе, метода компарације, као и статистичке методе просте линеарне корелације и просте линеарне регресије. Као почетни и завршни метод у истраживању кориштене су метода индукције и дедукције.

Вршена је компарација показатеља у три нивоа: унутар самих испитиваних предузећа за посматрани период, између узорка свих домаћих предузећа и издвојеног сектора, затим између посматраног сектора и истог сектора у иностранству. Анализом су провјераване постављене хипотезе а индукцијом и дедукцијом изведени закључци.

Истраживање је вршено на узорку од 21 предузећа са већинским државним власништвом која котирају на Бањалучкој берзи (укључујући 10

<sup>5</sup> Thomson Reuters Corporation. <http://www.reuters.com> (11.07.2012.) Thomson Reuters Corporation (Thomson Reuters) обезбјеђује информације за пословни свијет.

предузећа Електропривреде РС) и 18 иностраних предузећа са већинским државним власништвом из сектора електропривреде која котирају на једној од свјетских берзи.

Како популација предузећа са већинским државним власништвом која котирају и са којима се тргује на Бањалучкој берзи износи 29 предузећа, тако узорак од 21 предузећа представља 79,31% популације, док је из популације од 10 предузећа Електропривреде РС за узорак истраживања изабрано свих 10 предузећа или 100% популације. Ово значи да је узорак добар, непристрани и репрезентативан за популацију из које је изабран, што представља основу за мјерење и доношење закључака.

Истраживање о постигнутом нивоу корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС вршено је у свих десет предузећа, при чему је седам предузећа, односно 70% узорка, дало одговоре на постављена питања, што је претпоставка за вјеродостојно мјерење и доношење закључака.

Основна хипотеза истраживања (X0) ја да предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, карактерише низак ниво пословне успјешности, лоше управљање природним ресурсима, а као посљедица ниског нивоа корпоративног управљања.

Ради доказивања основне хипотезе користе се и помоћне хипотезе:

- X1: Предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, у просјеку имају низак ниво пословне успјешности и лоше управљање природним ресурсима, мјерено показатељима рентабилности и тржишним показатељима.
- X2: Предузећа Електропривреде РС имају низак ниво корпоративног управљања, мјерено помоћу *Scorecard* упитника Бањалучке берзе.
- X3: Постоји позитивна корелација између појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС.
- X4: Бар један из групе показатеља рентабилности и тржишних показатеља предузећа Електропривреде РС може се изразити преко нивоа корпоративног управљања, примјеном регресионог модела и уврстити у бар један од познатих економских модела за предвиђање потешкоћа у пословању предузећа (стабилности пословања). У том случају би се оцјена стабилности предузећа изражавала и у функцији нивоа корпоративног управљања, као једног од фактора.

Основна сврха овог истраживања је утврдити ниво успјешности пословања јавних предузећа са већинским државним власништвом, са посебним освртом на предузећа Електропривреде РС, помоћу показатеља рентабил-

ности и тржишне вриједности, и повезати ове показатеље са нивоом корпоративног управљања.

У првом дијелу рада је представљена теоретска основа истраживања, односно појам и значај пословне успјешности предузећа и њено мјерење помоћу показатеља рентабилности и тржишне вриједности, као и појам и значај управљања предузећем, односно корпоративног управљања као основе за ефикасно пословање јавних предузећа, а такође и један од модела за предвиђање пословних потешкоћа.

Други дио рада приказује резултате истраживања успјешности пословања јавних предузећа РС, на основу којих су образложене постављене хипотезе.

У трећем дијелу рада је извршено упоређивање добијених резултата са сличним резултатима у ближем и даљем окружењу.

## **2. Теоретска основа истраживања**

У овом дијелу рада биће представљена теоретска основа спроведеног истраживања, како је наведено у уводу.

### **2.1. Појам успјешности пословања предузећа и начин њеног мјерења**

У овом раду се успјешност пословања предузећа посматра преко економске успјешности, што значи да се анализира да ли су средства која су била на располагању искориштена рационално, односно, да ли је пословањем остварен задовољавајући ниво добити. Мјери се рентабилност предузећа, јер она, са становишта власника предузећа, односно акционара, представља најважнији показатељ успјешности пословања предузећа. За њих је мање значајан производ који се производи у предузећу од пословног резултата, јер они желе поврат на уложена средства. Рентабилност, односно профитабилност, посебно је значајна код оцјењивања управљачке функције, односно код оцјењивања пословања менаџера. Рентабилност представља ефекат уложених средстава (обртних и основних средстава) у неком временском раздобљу, а исказује се кроз однос пословног резултата, односно профита, и уложених средстава. Ниво рентабилности има велики утицај на алокацију капитала и стално реструктурирање пословања. Власници капитала на слободном финансијском тржишту купују акције оних предузећа од којих се очекује да ће обезбједити већи поврат на уложени капитал и већу дивиденду и тако усмјеравају постојећи и реинвестирају новостворени капитал у рентабилнија предузећа.

Као мјерни инструменти за мјерење нивоа успјешности предузећа користе се показатељи рентабилности и тржишне вриједности предузећа, који

се одређују на основу података из финансијских извјештаја посматраних предузећа, а то су:

- за рентабилност предузећа:
  - поврат на средства (енгл. *return on assets* – ROA),
  - поврат на капитал – (енгл. *return on equity* – ROE),
  - нето профитна маржа (енгл. *net profit margin* – NPM),
  - нето добит по акцији (енгл. *earnings per share* – EPS),
  - приходи од продаје/укупна средства (енгл. *sales to total assets ratio* – S/T),
- за тржишну вриједност предузећа:
  - однос тржишне и књиговодствене вриједности акције (енгл. *price to book ratio* - P/B),
  - однос цијене и добити по акцији (енгл. *price-earnings ratio* - P/E)
  - показатељ Tobin's Q.

**Поврат на средства – ROA** је показатељ рентабилности, односно, профитабилности имовине. Одражава успјешност искориштења имовине у стварању добити. Виши омјер поврата на средства је повезан са вишом стопом поврата и бољим корпоративним управљањем.

$$ROA = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Пословна средства}} * 100\%$$

**Поврат на капитал - ROE** је показатељ рентабилности, односно, профитабилности властитог капитала. ROE показује колико добро предузеће користи инвестицијска средства да оствари добит. Раст овог показатеља указује на могућност будућег раста предузећа или остварења високих приноса по основу капитала.

$$ROE = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Капитал}} * 100\%$$

**Нето профитна маржа - NPM** мјери колико добити предузеће остварује за сваку конвертибилну марку прихода. Показује колико је предузеће успјешно у контроли трошкова. Што је већа нето профитна маржа, то је успјешније (ефективније) предузеће у претварању прихода у стварну добит.

$$NPM = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Приходи од продаје}} * 100\%$$

**Нето добит по акцији - EPS** је показатељ профитабилности предузећа, који приказује колику је нето добит предузеће остварило по једној акцији. Већа зарада по акцији показује да инвеститори/акционари зарађују више по акцији коју посједују, тј. акције ће бити више вредноване на тржишту.



$$EPS = \frac{\text{Нето добит}}{\text{Број емитованих акција}}$$

**Приходи од продаје/укупна средства - S/T** је показатељ који мјери колико се прихода од продаје ствара за сваку новчану јединицу ангажованих средстава, тј. колико је предузеће ефикасно у кориштењу имовине у реализацији прихода. Виша вриједност показатеља указује да предузеће ефикасније користи имовину у стварању прихода.

$$S/T = \frac{\text{Приходи од продаје}}{\text{Укупна средства}}$$

**Однос тржишне и књиговодствене вриједности - P/B** представља однос затварајуће цијене акције предузећа и књиговодствене вриједности по акцији. Виша вриједност показатеља показује да је предузеће у стању створити више поврата у односу на уложен капитал, да су акције исправно вредноване и да је тржиште ефикасно у рефлектовању истинитих податка, што говори о транспарентном пословању предузећа и о пракси доброг корпоративног управљања.

$$P/B = \frac{\text{Тржишна вриједност по акцији}}{\text{Књиговодствена вриједност по акцији}}$$

**Однос цијене и добити по акцији - P/E** показује колико конвертибилних марака инвеститор плаћа за једну конвертибилну марку нето добити по једној акцији. Изражава тржишну оцјену перспективе раста и развоја предузећа. Раст P/E значи раст предузећа у будућности и привлачи улагаче.

$$P/E = \frac{\text{Тржишна вриједност акције}}{\text{Нето добит по акцији (EPS)}}$$

**Показатељ Tobin's Q** одређује вриједност капитала предузећа као разлику тржишне капитализације и књиговодствене вриједности предузећа. Tobin's Q служи као показатељ за успјешност пословања на финансијском тржишту. Вриједност показатеља Tobin's Q већа од један показује да предузеће ствара вриједност за своје акционаре, а вриједност мања од један показује да предузеће не послује добро и ствара мању вриједност за акционаре.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Тржишна капитализација} + \text{Укупна имовина} - \text{Основни капитал}}{\text{Укупна имовина}}$$

## 2.2. Основна појмовна одређења управљања предузећем

Улога управљања предузећем је да обезбиди потпуно искориштавање пословних ресурса предузећа на економским основама, са циљем остваривања дефинисаних пословних циљева. Према Дракеру, управљање као

корисно знање, је старо исто толико као и главне области знања на којима почивају данашње индустрије.<sup>6</sup>

Проблем корпоративног управљања се јавља у предузећима у којима је функција власништва одвојена од функције управљања. Појам корпоративног управљања (енгл. *Corporate Governance*) односи се на управљачке структуре и процесе у корпорацијама и пословним системима. Скуп механизма којима се управља и контролише корпорација чини корпоративно управљање. Његова улога је стварање оквира за постављање најважнијих циљева, одређивање средстава за њихово постизање као и праћење њиховог спровођења и ефикасности, а такође и обезбдијеђивање равнотеже између економских и социјалних циљева корпорације.

Према дефиницији OECD-а (енгл. *Organisation for Economic Cooperation and Development*) „корпоративно управљање укључује ... скуп односа између менаџмента, управе, акционара и осталих интересних група. Корпоративно управљање такође представља структуру унутар које се постављају циљеви предузећа и одређују средства за остваривање тих циљева као и за праћење успешности пословања. Добро корпоративно управљање треба пружити одговарајући подстицај за управу и менаџмент ради остваривања циљева који су од интереса за предузеће и акционаре...”<sup>7</sup>

Уназад неколико година корпоративно управљање је постало један од битних елемената са становишта стицања повјерења инвеститора, унапређења конкурентности, и побољшања економског раста.

Тема корпоративног управљања се налази у врху привредних тема земаља OECD-а који је 1999. године објавио Принципе корпоративног управљања, који представљају први међународни стандард доброг корпоративног управљања, а 2005. године и Смјернице за корпоративно управљање у државним (јавним) предузећима.

Управљање у државним предузећима има суштински значај за осигуравање њиховог позитивног доприноса цјелокупној економској ефикасности и конкурентности земље. OECD смјернице за корпоративно управљање у државним предузећима се састоје од шест основних смјерница<sup>8</sup>, везаних за принципе корпоративног управљања:

- 1) Осигурати ефикасан правни и регулаторни оквир за државна предузећа,

<sup>6</sup> Drucker, P. *Иновације и њихово предузетништво*. Београд: Грмеч; Привредни преглед, 1996, стр. 29.

<sup>7</sup> Organisation for Economic Co-Operation and Development. *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publication, 2004, стр. 12. Доступно на: <http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> (12.08.2012.)

<sup>8</sup> OECD Организација за економску сарадњу и развој, (2004), OECD смјернице за корпоративно управљање у државним предузећима, доступно на: [www.oecd.org/dataoecd/17/41/41814777.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/17/41/41814777.pdf)

- II) Држава у улози власника,
- III) Равноправан третман акционара,
- IV) Односи са заинтересованим странама,
- V) Објелодањивање података и транспарентност,
- VI) Одговорност одбора у државним предузећима.

Подизањем квалитета корпоративног управљања повећава се вриједност компанија на тржишту, омогућава кориштење свих облика спољашњег финансирања: домаћег и међународног, јавног и приватног, а самим тим јача и њихов дугорочни просперитет.

### 2.3. Модели предвиђања пословних потешкоћа

У динамичним тржишним условима долази до елиминације недовољно ефикасних и ефективних пословних субјеката, због чега се тежи предвиђању вриједности варијабли којима је могуће предвидјети стечај. Развијен је низ модела за предвиђање пословних потешкоћа, уз примјену статистичких и математичких метода, почевши од дискриминантне анализе, па све до комплексних математичких и симулацијских техника које подразумевају употребу рачунара.

Сматра се да је најзначајнији допринос развоју модела за предвиђање пословних потешкоћа (стечаја) дао *Edward I. Altman*.<sup>9</sup> Он користи мултиваријантни приступ који укључује показатеље и категоријалне вриједности које се комбинују како би се добила мјера, названа *скор кредитној ризика*, која најбоље прави разлику између предузећа која су неуспјешна и оних која су успјешна.

Истраживање које је спровео *Altman* извршено је на узорку који се састојао од 33 неуспјешна и 33 успјешна предузећа. Као резултат вишеструке дискриминацијске анализе, добијени су сљедећи финансијски показатељи:

- *обрјни кайићал/укуйна имовина* ( $X_1$ ) – мјера нето ликвидности у односу на укупну капитализацију,
- *задржана зарада/укуйна имовина* ( $X_2$ ) – код релативно младих фирми ће овај показатељ бити нижи јер оне нису имале времена кумулирати добит,
- *добит/укуйна имовина* ( $X_3$ ) – како се егзистенција предузећа базира на могућности фирме да својим средствима оствари зараду, овај је однос нарочито прикладан за закључивање о могућности банкрота предузећа,
- *тржишна вриједност власничкој кайићала /књиоводствена вриједност обавеза* ( $X_4$ ) – овај однос показује колико средства предузећа губе

<sup>9</sup> Altman, E. I. *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, Journal of Finance 23, 1968, стр.189-209. Доступно на: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x/pdf> ( 03.08.2012.)

на својој вриједности прије него што обавезе премаше имовину и предузеће постане несолвентно, и

- *урогаја/укућна имовина* ( $X_5$ ).

Резултирајућа дискриминацијска функција гласи:<sup>10</sup>

$$Z = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

Доња гранична вриједност *Z-score-a* износи 1.81, што значи да ће предузећа чији је *Z-score* испод те границе банкротирати, док за вриједност изнад 2.99 предузећа неће банкротирати. За скорове између 1.81 и 2.99 се каже да се налазе у сивој зони.

Приликом примјене *Алџмановој* модела у нашим условима посебно је важно имати на уму да су пондери и наведене упоредне величине резултат истраживања америчке економије седамдесетих година прошлог вијека.

Међутим, непрекидно праћење *Z-score-a* у одређеним временским периодима, те примјена добијених вриједности у хоризонталној анализи даће корисну слику о кретању финансијске снаге предузећа током времена.

### 3. Емпиријски резултати истраживања

У овом раду ће се анализирати стање и ниво успјешности пословања у предузећима са већинским државним власништвом у РС. Посебно ће се анализирати предузећа Електропривреде РС јер, према учешћу у укупном капиталу посматраних јавних предузећа РС са већинским државним власништвом, као и према својој дјелатности, представљају најзначајнији ресурс за развој привреде РС.

Са циљем детаљније анализе и реалније процјене нивоа успјешности пословања, добијени резултати за предузећа Електропривреде РС поредиће се са иностраним предузећима из сектора електропривреде са већинским државним власништвом.

Достигнути ниво корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС анализираће се на основу резултата анкета помоћу *Score-card* упитника.

Такође ће се испитати постојање просте линеарне корелације између појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља, с једне стране, и нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС с друге стране, као и могућност исказивања бар једног од тих показатеља преко нивоа корпоративног управљања, примјеном простог линеарног регресионог модела.

Провјериће се и могућност увођења нивоа корпоративног управљања као независно промјенљиве величине у један од познатих економских модела за предвиђање потешкоћа у пословању предузећа.

<sup>10</sup> Исто.

У табели 1. су наведена и нумерисана предузећа у којима је вршено истраживање. Ради лакшег праћења добијених резултата, у табели 2. су издвојена и нумерисана предузећа Електропривреде РС.

У табели 3. су издвојена и нумерисана предузећа Електропривреде РС која су одговорила на питања у вези примјене принципа корпоративног управљања.

У табели 4. су наведена и нумерисана инострана предузећа из сектора електропривреде са којима ће се вршити поређење домаћих предузећа.

Табела 1: Посматрана предузећа РС са већинским државним власништвом

	Ознака на берзи	Емитент	% учешћа већинског власника	Назив већинског власника
1	KROS	Крајина осигурање а.д. Бања Лука	70.450011	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
2	HPKD	ХПК а.д. Козарска Дубица	68.731557	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
3	GPIS	Гас промет а.д. Источно Сарајево - Пале	65.234489	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
4	ZERS	Жељезнице РС а.д. Добој	65.027991	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
5	LTRS	Лутрија РС а.д. Бања Лука	65.018652	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
6	AERD	Аеродроми Републике Српске а.д. Бања Лука	65.011868	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
7	POST	Поште Српске а.д. Бања Лука	65.000812	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
8	OSJH	Јахорина ОЦ а.д. Пале	64.999864	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
9	FAMO	Фамос а.д. Источно Сарајево	64.999861	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
10	LJUB	Рудници жељезне руде Љубија а.д. Приједор	64.999817	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
11	KRPT	Крајинапетрол а.д. Бања Лука	42.267074	АКЦИЈСКИ ФОНД РС АД БАЊА ЛУКА
12	EDPL	Електродистрибуција а.д. Пале	65.008247	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
13	EKBL	Електрокрајина а.д. Бања Лука	65.005591	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
14	EKHC	Електрохерцеговина а.д. Требиње	65.002016	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
15	ELBJ	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	65.0026	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
16	ELDO	Електро Добој а.д. Добој	65.002816	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
17	HEDR	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	65.000396	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ

	Ознака на берзи	Емитент	% учешћа већинског власника	Назив већинског власника
18	HELV	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град	64.999415	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
19	HETR	Хидроелектране на Требишњици а.д. Требиње	64.998217	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
20	RITE	РиТЕ Гацко а.д. Гацко	65.000002	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
21	RTEU	РиТЕ Угљевик а.д. Угљевик	65.001764	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ

Извор: Аутор, на основу истраживања

Табела 2: *Предузећа Електропривреге РС*

	Ознака на берзи	Емитент	% учешћа већинског власника	Назив већинског власника
1	EDPL	Електродистрибуција а.д. Пале	65.0082	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
2	EKBL	Електрокрајина а.д. Бања Лука	65.0055	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
3	EKHC	Електрохерцеговина а.д. Требиње	65.0020	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
4	ELBJ	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	65.0026	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
5	ELDO	Електро Добој а.д. Добој	65.0028	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
6	HEDR	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	65.0004	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
7	HELV	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град	64.9994	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
8	HETR	Хидроелектране на Требишњици а.д. Требиње	64.9982	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
9	RITE	РиТЕ Гацко а.д. Гацко	65.0000	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ
10	RTEU	РиТЕ Угљевик а.д. Угљевик	65.0018	МХ ЕРС - МАТИЧНО ПРЕДУЗЕЋЕ АД ТРЕБИЊЕ

Извор: Аутор, на основу истраживања

**Табела 3:** Предузећа Електропривреде РС која су одговорила на Scorecard ујийиник

	Ознака на берзи	Емитент	% учешћа већинског власника
1	EDPL	Електродистрибуција а.д. Пале	65.0082
2	EKBL	Електрокрајина а.д. Бања Лука	65.0055
3	EKHC	Електрохерцеговина а.д. Требиње	65.0020
4	ELBJ	Електро - Бијељина а.д. Бијељина	65.0026
5	HEDR	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	65.0004
6	HELV	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић рад	64.9994
7	RITE	РиТЕ Гацко а.д. Гацко	65.0000

Извор: Аутор, на основу истраживања

**Табела 4:** Инострана предузећа из сектора електроенергетике са већинским државним власништвом

	Ознака на берзи	Већинско власништво	% власништва
1	VERB.VI	Austrian Government	51.0000
2	DEHr.AT	Greek Government	51.4900
3	MVVGn.DE	City of Mannheim	50.1000
4	EVNV.VI	Land Niederösterreich	51.0000
5	ELI.BR	Publi-T (Belgian local government)	45.3700
6	EDSP.PA	Electricite de France SA	88.8200
7	WPCG.SG	Baden-Württemberg State	98.2600
8	FUM1V.HE	Government of Finland	50.7600
9	PGEp.WA	State Treasury of the Republic of Poland	61.8900
10	ENAE.WA	State Treasury of the Republic of Poland	51.6300
11	ROTEL.BX	Romanian Government	73.6900
12	LEL1L.MU	Lietuvos Energija AB	95.5400
13	BKWB.S	Canton Bern	52.5400
14	RENE.LS	PARPÚBLICA - Participações Públicas (SGPS) S.A.	46.0000
15	EDF.PA	Government of France	84.4400
16	CEZPsp.PR	Czech Republic Government	69.8000
17	ENEI.MI	Italian Government	31.2400
18	EDP.LS	PARPÚBLICA - Participações Públicas (SGPS) S.A.	31.2000

Извор: Аутор, на основу истраживања

### 3.1. Ограничења у истраживању

Пошто је ово истраживање у највећем дијелу засновано на анализи финансијских извјештаја предузећа, морају се имати у виду ограничења која се односе на радио анализу. Битно је нагласити да се врши упоређивање финансијских показатеља домаћих и иностраних предузећа, при чему постоји могућност различитих приступа у приказивању појединих ставки у финансијским извјештајима.

Што се тиче истраживања у вези са оцјењивањем нивоа корпоративног управљања, није било могуће избјећи субјективни фактор. Упитнике су попуњавали високопозиционирани руководиоци, тако да добијени одговори представљају одраз њихових мишљења и ставова. У појединим случајевима, упитници су попуњавани на основу Изјаве о примјени Стандарда корпоративног управљања, објављене на веб страници предузећа или у оквиру Годишњег извјештаја о пословању за 2011. годину, у којој нису у потпуности садржани одговори на питања из *Scorecard* упитника, па је требало „читати између редова”.

### 3.2. Операционализација варијабли и одређивање индикатора

На основу главне хипотезе истраживања, успјешност пословања предузећа се може идентификовати као зависна а ниво корпоративног управљања као независна варијабла.

Да би се процијенила успјешност пословања предузећа (зависна варијабла), врши се мјерење рентабилности и тржишне вриједности, као независних варијабли. Дакле, као мјерни инструменти (индикатори) за мјерење нивоа успјешности пословања предузећа кориштени су показатељи рентабилности и тржишне вриједности предузећа, који се одређују на основу података из финансијских извјештаја посматраних предузећа, а то су, за рентабилност предузећа: поврат на средства (*ROA*), поврат на капитал (*ROE*), нето профитна маржа (*NPM*), нето добит по акцији (*EPS*) и приходи од продаје/укупна средства (*S/T*), а за тржишну вриједност предузећа: однос тржишне и књиговодствене вриједности акције (*P/B*), однос цијене и добити по акцији (*P/E*) и показатељ *Tobin's Q*.

Наведени показатељи су објашњени у другом дијелу рада.

За оцјену нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС (*независне варијабле*), као алат се користи *Scorecard* упитник Бањалучке берзе, при чему улогу *индикатора* имају оцјене посвећености предузећа појединим принципима (областима) корпоративног управљања. Сваки од тих индикатора се оцјењује на основу питања постављених у оквиру појединих области.



### 3.3. Резултати истраживања

Истраживање је спроведено на узорку описаном у уводу.

Као основа за сва потребна израчунавања и анализу кориштени су подаци из финансијских извјештаја предузећа, као и *Scorecard* упитници попуњени на основу спроведене анкете и података објављених на веб страницама предузећа.

Вриједности финансијских показатеља за поједина домаћа предузећа, укључујући предузећа из сектора електропривреде, за временски период од 2007. до 2011. године нису наведене у раду због обимности, али су кориштене за израчунавање просјечних вриједности, приказаних у наредним табелама.

#### 3.3.1. Израчунавање показатеља рентабилности и тржишних показатеља

Просјечне вриједности показатеља рентабилности и тржишних показатеља свих посматраних предузећа РС са већинским државним власништвом, посебно групе предузећа Електропривреде РС (ЕРС 10), као и иностраних предузећа из сектора електропривреде са већинским државним власништвом, добијене на основу финансијских извјештаја, за период од пет година, приказане су у табели 5.

Табела 5: Просјечне вриједности показатеља рентабилности и тржишних показатеља

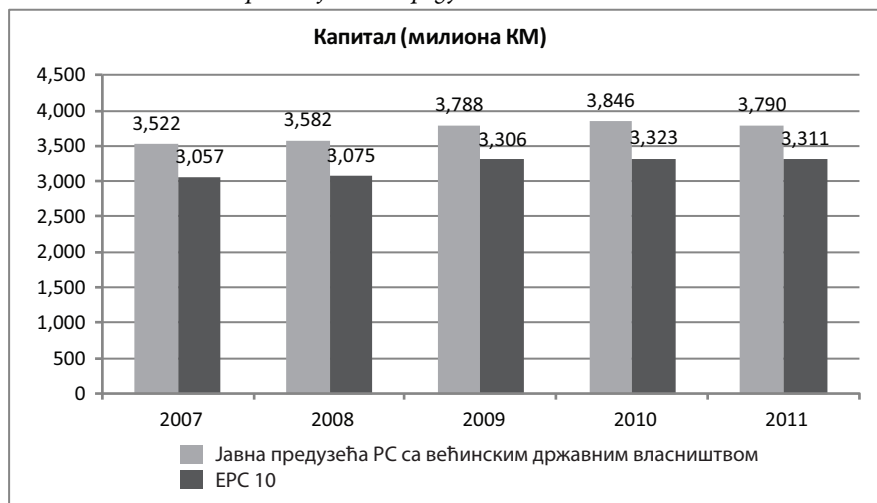
ЗА СВА ПОСМАТРАНА ПРЕДУЗЕЋА У РС СА ВЕЋИНСКИМ ДРЖАВНИМ ВЛАСНИШТВОМ								
	ROA	ROE	NPM	EPS	S/T	P/E	Tobin's Q	P/B
2007	-0.978160	-1.296647	-0.215530	-0.017262	25.492880	168.636045	0.949368	0.9332
2008	0.545687	1.014222	0.004471	0.007224	27.854333	105.51261	0.635602	0.4224
2009	-1.209070	-2.122383	0.078860	-0.008342	24.687335	267.306972	0.678366	0.4118
2010	-1.086428	-2.365770	-0.123258	-0.001283	26.087810	502.714039	0.745732	0.4071
2011	-0.517935	-1.697204	-0.089449	0.001578	28.645510	523.209522	0.798466	0.4108
Просјек	-0.649181	-1.293556	-0.068981	-0.003617	26.553574	313.475838	0.761507	0.5170
ЗА ЕРС 10-ПРЕДУЗЕЋА ЕЛЕКТРОПРИВРЕДЕ РС								
	ROA	ROE	NPM	EPS	S/T	P/E	Tobin's Q	P/B
2007	-0.502841	-0.523446	-0.097146	-0.002942	21.034455	242.160889	1.227170	0.9040
2008	0.631599	0.736421	0.0471804	0.008137	24.746100	30.531374	0.750568	0.2424
2009	0.110185	-0.066483	0.0618033	-0.00511	21.385275	41.285860	0.794902	0.1864
2010	0.536075	0.550134	0.0680026	0.006103	22.328812	28.622548	0.786317	0.1678
2011	0.184836	0.237522	-0.022481	0.002435	21.618075	151.935835	0.796888	0.1835
Просјек	0.191971	0.186829	0.011472	0.001725	22.222543	98.907301	0.871169	0.3368

ЗА ИНОСТРАНА ПРЕДУЗЕЋА ИЗ СЕКТОРА ЕЛЕКТРОПРИВРЕДЕ СА ВЕЋИНСКИМ ДРЖАВНИМ ВЛАСНИШТВОМ								
	ROA	ROE	NPM	EPS	S/T	P/E	Tobin's Q	P/B
2007	5.910988	13.576939	0.133749	2.893255	40.101111	25.528097	1.531036	2.8874
2008	5.190344	12.582267	0.116403	3.047354	41.253333	19.677578	1.124914	1.6401
2009	4.646211	10.510994	0.100157	3.234865	40.815000	29.895011	1.158244	1.6744
2010	5.472455	11.237611	0.127380	3.427517	40.518888	18.404828	1.056695	1.3711
2011	4.209090	9.391642	0.088992	5.610565	42.453015	22.297145	1.008846	1.5235
Просјек	5.085818	11.459891	0.113336	3.642711	41.028269	23.160532	1.175947	1.8193

Извор: Аутор, на основу истраживања

Предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду учествују са више од 85% капитала у укупном капиталу посматраних јавних предузећа са већинским државним власништвом. Ово је био један од разлога за посебну анализу стања и нивоа управљања у овој групи предузећа (графикон 1.).

**Графикон 1:** Учешће предузећа Електропривреде РС у укупном капиталу свих посматраних јавних предузећа РС



Извор: Аутор, на основу истраживања

### 3.3.2. Резултати оцјењивања нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС

У табели 6. су приказани резултати оцјене нивоа корпоративног управљања, добијени након обраде *Scorecard* упитника, за свако поједино предузеће, по принципима, као и коначна оцјена нивоа корпоративног управљања за свако предузеће. Посљедњи ред табеле даје коначну оцјену нивоа корпоративног управљања за цијели узорак, односно за предузећа Електропривреде РС.

Табела 6. Резултати оцјене нивоа корпоративне управљања у предузећима Електропривреде РС

	I (10%) Посвећеност принципима корпоративног управљања (%)	II (20%) Права акционара (%)	III (10%) Равноправан третман акционара (%)	IV (10%) Улога заинтересованих страна-носилаца интереса у управљању акционарским друштвима (%)	V (20%) Објављивање и јавност информација (%)	VI (20%) Улога и одговорност одбора (%)	VII (10%) Ревизија и систем интерних контрола (%)	Коначна оцјена нивоа корпоративног управљања (%)	
1	Електродистрибуција а.д. Пале	4,25	14,50	2,25	5,00	12,00	13,50	5,00	56,50
2	Електрокрајина а.д. Бања Лука	3,00	14,50	4,75	5,00	14,50	13,00	8,00	62,75
3	Електрохерцеговина а.д. Требиње	6,25	13,50	1,25	6,50	9,50	12,50	5,75	55,25
4	Електро - Бијелина а.д. Бијелина	9,00	15,5	2,25	6,00	12,50	11,50	8,50	65,25
5	Хидроелектране на Дрини а.д. Вишеград	3,00	16,00	5,00	5,00	14,00	15,00	8,00	66,00
6	Хидроелектране на Врбасу а.д. Мркоњић Град	1,50	13,00	1,00	5,00	12,00	11,50	6,50	50,50
7	РИТЕ Гацко а.д. Гацко	3,50	17,50	7,50	9,00	14,00	15,50	9,25	76,25
	ЕЛЕКТРОПРИВЕДА РС (просјечна оцјена)	4,36	14,93	3,43	5,93	12,64	13,21	7,29	61,78

Извор: Аутор, на основу истраживања

### 3.3.3. Корелациона анализа међусобне повезаности појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања

У табели 7. су приказани показатељи рентабилности и тржишни показатељи, као и оцјена нивоа корпоративног управљања (NKU) за седам предузећа Електропривреде РС, за која је извршена оцјена нивоа корпоративног управљања, за 2011. годину.

Помоћу MS Excel-а је извршена корелациона анализа међусобне повезаности појединих финансијских показатеља и нивоа корпоративног управљања, односно нађени су коефицијенти корелације између појединих показатеља и нивоа корпоративног управљања (табела 8.). Кориштени програм је заснован на статистичкој методи просте линеарне корелације.

Табела 7: Вриједности показатеља рентабилности и тржишних показатеља, као и оцјена нивоа корпоративног управљања за предузећа Електропривреде РС

ПРЕДУЗЕЋЕ	ROA (%)	ROE (%)	NPM	EPS (BAM)	S/T (%)	P/E	TOBIN'S Q	P/B	NKU (%)
1.	0.0097	0.0145	0.0003	0.0007	26.0728	644.1153	0.9419	0.0932	56.50
2.	0.0592	0.0934	0.0017	0.0033	31.5180	118.9361	0.9009	0.1111	62.75
3.	0.0467	0.0601	0.0014	0.0015	34.1066	314.5680	0.8410	0.1891	55.25
4.	0.0770	0.1098	0.0021	0.0043	32.2014	77.5355	0.8951	0.0851	65.25
5.	0.2124	0.2172	0.0568	0.0027	2.5691	185.6383	0.7292	0.4033	66.00
6.	-1.5656	-1.6071	-0.3919	-0.0366	3.6956	-	0.8223	0.2421	50.50
7.	0.3533	0.3968	0.0141	0.0043	25.1467	56.0806	0.3691	0.2225	76.25

Извор: Аутор, на основу истраживања

Табела 8: Коефицијенти корелације показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС

	ROA (%)	ROE (%)	NPM	EPS (BAM)	S/T (%)	P/E	TOBIN'S Q	P/B
NKU (%)	0.7089225	0.715876	0.639774	0.639774	0.165861	-0.7237915	-0.73349	0.149216

Извор: Аутор, на основу истраживања

Уколико се из разматрања искључи предузеће под редним бројем 6, код кога вриједности већине показатеља рентабилности значајно одступају од вриједности показатеља за остала предузећа, услед чега оно значајно утиче на добијене резултате, добиће се вриједности коефицијента корелације између појединих финансијских показатеља и нивоа корпоративног управљања које реалније осликавају посматрани узорак (табела 9.)

**Табела 9:** Коефицијентїи корелација њоказайїља ренїабилностїи и їржишних њоказайїља и нивоа корїорайївної уїрављања у їредузећима Елекїройривреде РС (без їредузећа др. б.)

	ROA (%)	ROE (%)	NPM	EPS (BAM)	S/T (%)	P/E	TOBIN'S Q	P/B
NKU (%)	0.9124055	0.9412762	0.3523042	0.831426	-0.29148	-0.72379	-0.8462218	0.329688

Извор: Аутор, на основу истраживања

### 3.3.4. Корелациона анализа међусобної уїицаја нивоа корїорайївної уїрављања и њовраїа на кайишїал

У претходном дијелу истраживања се помоћу корелационе анализе дошло до закључка да од свих посматраних финансијских показатеља ROE има највећи степен корелације са нивоом корпоративног управљања, због чега се у даљњем разматрању посматра само овај показатељ рентабилности, односно његова зависност од нивоа корпоративног управљања. Из разматрања је искључено предузеће под редним бројем б. из претходно наведених разлога (табела 10.)

**Табела 10:** Уїоредни їриказ оцјене нивоа корїорайївної уїрављања и вриједностїи њоказайїља ROE за њосмайїрана їредузећа

n	NKU	ROE(%)
1	56.50	0.0145
2	62.75	0.0934
3	55.25	0.0601
4	65.25	0.1098
5	66.00	0.2172
7	76.25	0.3968

Извор: Аутор, на основу истраживања

У претходном разматрању је утврђено да коефицијент корелације између ROE и NKU износи:  $r = 0.941276$ . Сїандардна грешка оцјене коефицијента просте линеарне корелације:  $s_r = 0,1688$ .

Помоћу Студентовог теста врши се провјера да ли се на основу коефицијента корелације у узорку може донијети коректан закључак о томе да у скупу постоји корелација.<sup>11</sup> Сходно томе, утврђена је вриједност статистике Студентовог теста:  $t = 5,5756$ . Пошто се користи двосмјерни тест, критична вриједност за ниво значајности од  $\alpha = 0,05$  и  $(n-2) = 6$  степени слободе из-

<sup>11</sup> Жижић, М., Ловрић, М., Павличић, Д. *Метїоди сїаїиїсїиїичке анализе*. Београд: Економски факултет, 2000, стр. 309.

носи 2,4469. Пошто је апсолутна вриједност статистике теста већа од критичне вриједности, тј.  $t > t_{\alpha/2; (n-2)}$ , закључује се, уз ризик од  $\alpha = 0,05$ , да у основном скупу постоји линеарна веза, што се у нашем случају односи на сва предузећа Електропривреде РС.

Сљедећи корак у овом разматрању је примјена метода просте линеарне регресије ради одређивања линије регресије која повезује ROE и NKU. У ту сврху се користи MS Excel.

### 3.4. Тестирање хипотеза

Тестирање хипотеза се врши на основу добијених резултата, приказаних у тачки 3.3. Главна хипотеза  $H_0$  ће бити објашњена преко помоћних хипотеза  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_3$  и  $H_4$ , након њихове анализе и утврђивања вјеродостојности.

*H1: Предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, у просјеку имају низак ниво усјешности и лоше управљање природним ресурсима, мјерено показатељима рентабилности и тржишним показатељима.*

Ради провјере постављене хипотезе анализирају се просјечне вриједности показатеља рентабилности и тржишне вриједности предузећа, за период од пет година, приказане у табели 5.

На основу просјечних вриједности показатеља ROA (поврат на средства) може се уочити да сва посматрана јавна предузећа РС у посматраном периоду имају негативан поврат на средства, што указује на неефикасно кориштење пословних средстава предузећа у стварању добити. Истовремено, предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају позитиван поврат на средства, што указује да она ефикасније користе своја пословна средства у стварању добити у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом.

Просјечне вриједности показатеља ROE (поврат на капитал) показују да сва посматрана јавна предузећа РС у посматраном периоду имају негативан поврат на капитал, што значи да неефикасно користе капитал у стварању добити и не стварају вриједност за власника предузећа, док предузећа Електропривреде РС у истом периоду имају виши поврат на капитал, што значи да ефикасније користе капитал и стварају већу вриједност за власника.

Сва посматрана јавна предузећа РС имају ниску и негативу просјечну вриједност NPM (нето профитна маржа) што указује на ниску профитабилност власништва у посматраним предузећима, што такође указује да су предузећа неефикасна у претварању прихода у стварну добит, као и у контроли својих трошкова. У истом периоду предузећа Електропривреде РС имају вишу нето профитну маржу, што значи да она имају виши ниво

профитабилности, претварања прихода у добит и контроле трошкова у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом.

Сва посматрана јавна предузећа РС са већинским државним власништвом имају негативну просјечну вриједност EPS (нето добит по акцији) у посматраном периоду, што указује да предузеће не остварује добит ни вриједност за власнике. У истом периоду предузећа Електропривреде РС имају вишу нето добит по акцији што указује да ова предузећа стварају већу добит која може бити распоређена власницима. Резултат тога је да акције Електропривреде РС остварују вишу вриједност на финансијском тржишту у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом. Иако предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају вишу нето добит по акцији у односу на сва посматрана предузећа, та добит је веома ниска и у посматраном периоду износи максимално 0,01 EUR по акцији предузећа.

Сва посматрана јавна предузећа РС са већинским државним власништвом у посматраном периоду имају вишу вриједност показатеља S/T (приходи од продаје/укупна средства) у односу на предузећа Електропривреде РС. Ово указује на мању ефикасност у кориштењу имовине предузећа у стварању прихода од продаје код предузећа Електропривреде РС. Нижа вриједност показатеља S/T предузећа Електропривреде РС у односу на сва посматрана предузећа се може објаснити административним одређивањем цијене електричне енергије.

Висока просјечна вриједност P/E (однос цијене и добити по акцији) код свих посматраних јавних предузећа РС са већинским државним власништвом у посматраном периоду указује на то да предузећа нису профитабилна, да нису ефикасна у претварању инвестиције у добит, а самим тим да остварују низак (или уопште не остварују у појединим годинама) поврат за власнике предузећа на њихова уложена средства. Предузећа Електропривреде РС имају знатно нижи однос цијене и добити по акцији, што значи да су профитабилнија и да стварају виши поврат за власнике предузећа на њихова уложена средства, у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом. Код обје групе предузећа инвеститори који улажу у ова предузећа требају платити висок износ за једну конвертибилну марку нето добити по акцији.

Просјечна вриједност показатеља Tobin's Q је нижа од један за сва посматрана јавна предузећа РС у посматраном периоду, што показује да предузећа не послују добро и стварају ниску вриједност за власнике. И предузећа Електропривреде РС имају показатељ Tobin's Q углавном нижи од један, мада је нешто виши у односу на сва посматрана предузећа, осим у 2011. години, када су једнаки. У 2007. години показатељ Tobin's Q је био виши од

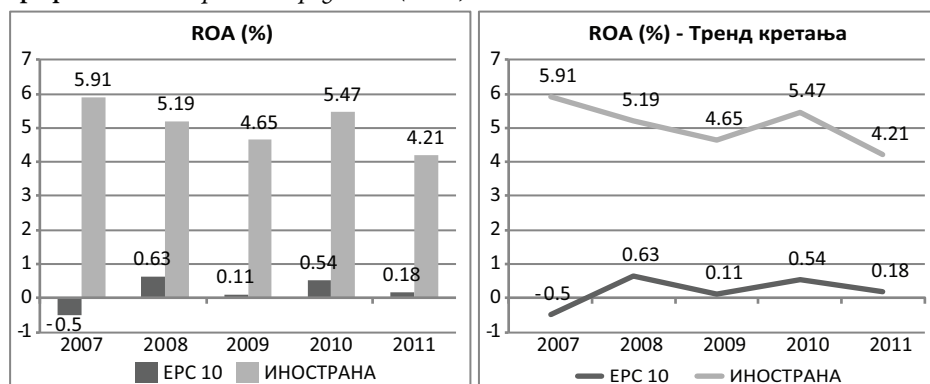
један. Може се закључити да предузећа Електропривреде РС послују успјешније и стварају вишу вриједност за власнике у односу на сва посматрана предузећа са већинским државним власништвом. Иако предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају виши показатељ Tobin's Q од свих посматраних предузећа са већинским државним власништвом, вриједност овог показатеља је нижа од један, што такође указује да предузећа не послује добро и стварају ниску вриједност за власнике.

У посматраном периоду сва посматрана јавна предузећа РС са већинским државним власништвом имају вишу просјечну вриједност P/B (однос тржишне и књиговодствене вриједности акције) него предузећа Електропривреде РС, што указује да инвеститори на тржишту капитала више вреднују акције ових предузећа у односу на предузећа Електропривреде РС, код којих је овај однос знатно нижи. При том, инвеститори вреднују само око 41% књиговодствене вриједности акција свих посматраних предузећа што говори о неповјерењу инвеститора и неефикасном управљању предузећем.

Ради доношења закључака о успјешности пословања предузећа Електропривреде РС врши се поређење са иностраним предузећима из сектора електропривреде са већинским државним власништвом, при чему се успјешност пословања мјери на основу истих показатеља рентабилности и тржишне вриједности предузећа.

Ниво рентабилности пословања ће се утврдити на основу података из графикана 2, 3, 4, 5 и 6, док ће се на основу података из графикана 7, 8 и 9 утврдити ниво тржишне вриједности предузећа Електропривреде РС у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде са већинским државним власништвом.

Графикон 2: Повраћ на средства (ROA)



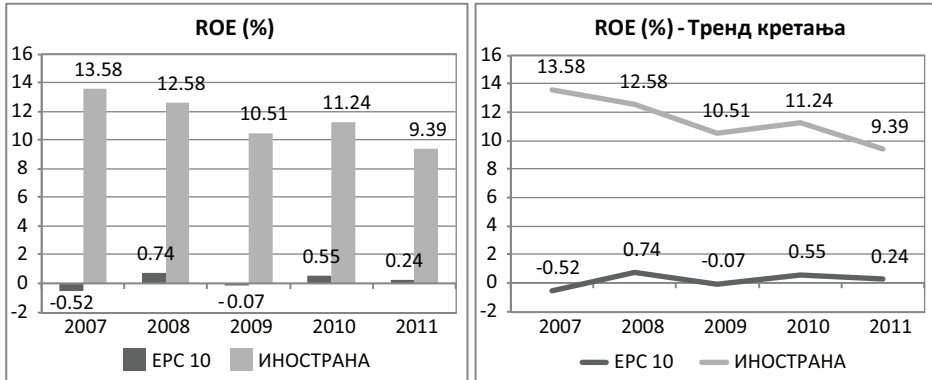
Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду предузећа Електропривреде РС имају знатно нижи поврат на средства у односу на инострана предузећа из сектора елек-



тропривреде. То значи да су предузећа Електропривреде РС мање профитабилна и мање ефикасна у претварању средстава предузећа у стварну добит, тј. вриједност за власнике.

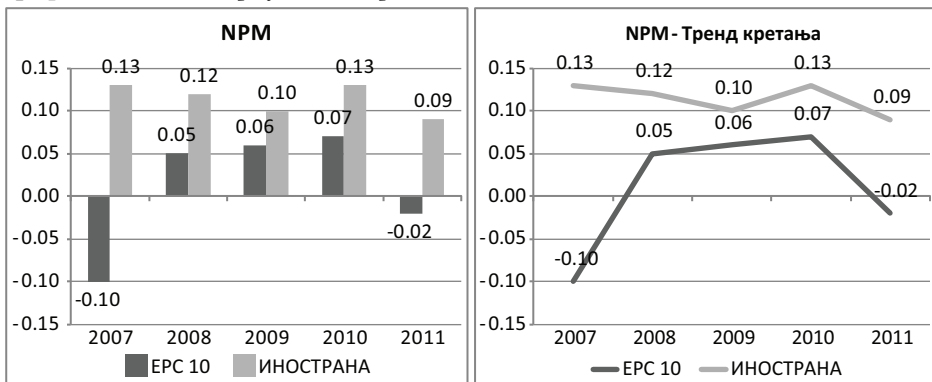
Графикон 3: Поврај на каиййал (ROE)



Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду предузећа Електропривреде РС имају знатно нижи (и негативан) поврат на капитал у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде, што указује да су предузећа Електропривреде РС мање ефикасна у кориштењу капитала у стварању добити, тј. стварају мању добит од средства која су власници уложили у предузеће него инострана предузећа.

Графикон 4: Нейо йрофиййна маржа (NPM)

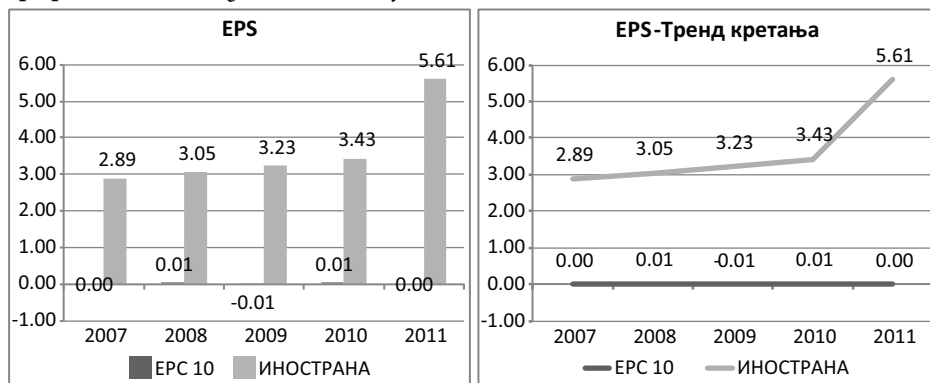


Извор: Аутор, на основу истраживања

Предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају знатно нижу (и негативну) нето профитну маржу у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде, што указује да су предузећа Електропривреде РС мање ефикасна у претварању прихода предузећа у стварну добит и у

контроли својих трошкова, што као резултат има нижу вриједност за власнике предузећа.

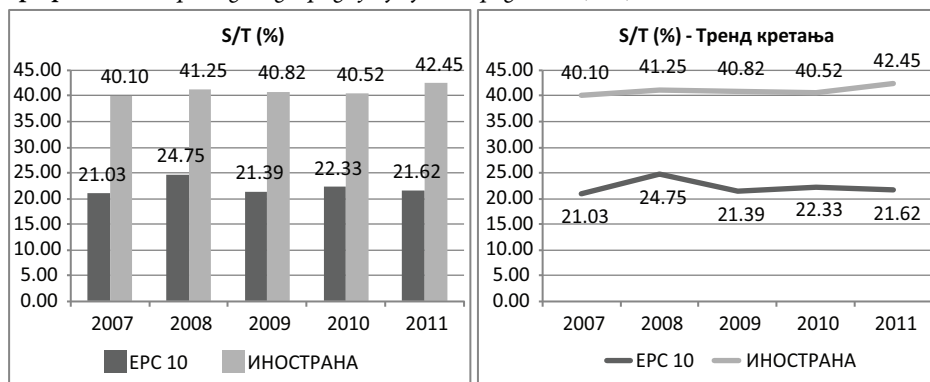
Графикон 5: *Нејто добит по акцији (EPS)*



Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду нето добит по акцији је знатно нижа (и негативна) код предузећа Електропривреде РС у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде, што указује да су предузећа Електропривреде РС мање ефикасна у стварању добити и вриједности за власнике. Резултат тога је немогућност исплаћивања дивиденди власницима и нижа вриједност акција предузећа на финансијском тржишту.

Графикон 6: *Приходи од њрогаје/укуина средстава (S/T)*

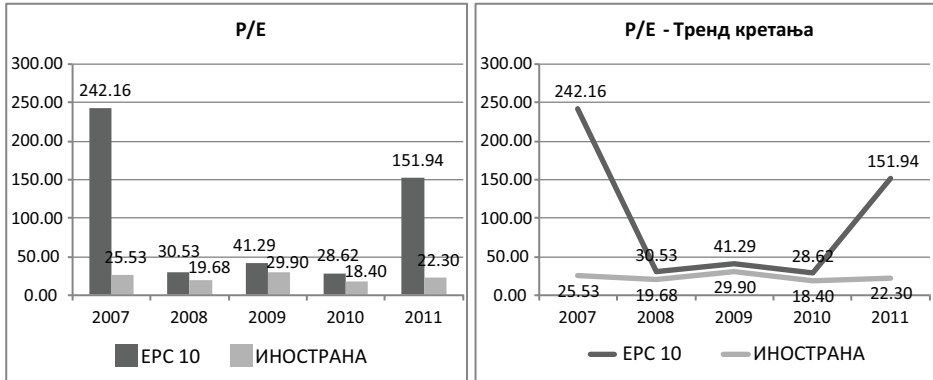


Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду предузећа Електропривреде РС имају знатно нижу вриједност показатеља S/T у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде. Ово значи да су предузећа Електропривреде РС мање ефикасна у кориштењу имовине предузећа у стварању прихода, тј. мање су ефикасна у управљању имовином власника предузећа. Резултат тога је

мања вриједност предузећа, нижи поврат на имовину власника предузећа, као и ниже вредновање акција предузећа од стране инвеститора на тржишту капитала.

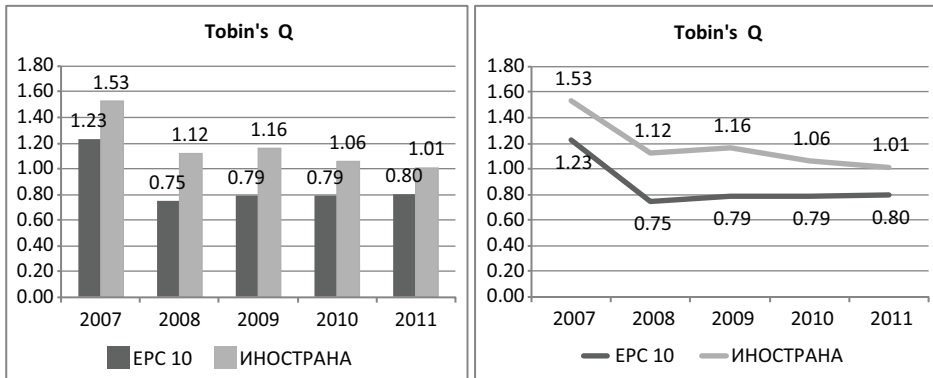
Графикон 7: Однос цијене и добити по акцији (P/E)



Извор: Аутор, на основу истраживања

Однос цијене и добити по акцији код предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду је знатно виши у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде, што значи да инвеститори који улажу у предузећа Електропривреде РС плаћају знатно вишу цијену за исту добит коју предузеће остварује по акцији. Ови резултати такође указују да су предузећа Електропривреде РС мање профитабилна, мање успјешна у претварању инвестиција у добит, а самим тим и остварују мањи поврат за власнике предузећа на њихова уложена средства, у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде.

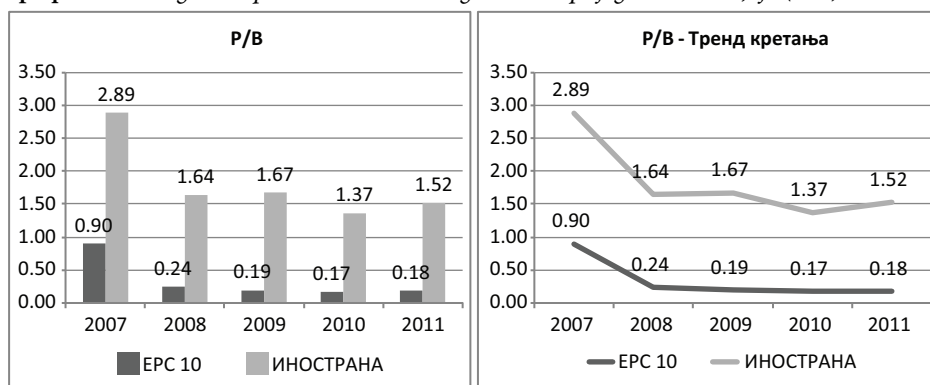
Графикон 8: Показатељ Tobin's Q



Извор: Аутор, на основу истраживања

Код предузећа Електропривреде РС показатељ Tobin's Q је нижи од један, осим у 2007. години када је био виши од један. То показује да предузећа не послују успјешно и да стварају ниску вриједност за власнике. Инострана предузећа из сектора електропривреде у истом периоду имају показатељ Tobin's Q виши од један, што показује да предузећа послују успјешно и стварају вриједност за власнике. У односу на предузећа Електропривреде РС су успјешнија, имају вишу финансијску снагу и успјешније послују на финансијском тржишту.

Графикон 9: Однос тржишне и књиговодствене вриједности акције (P/B)



Извор: Аутор, на основу истраживања

У посматраном периоду однос тржишне и књиговодствене вриједности по акцији код предузећа Електропривреде РС је низак, док је код иностраних предузећа из сектора електропривреде у истом периоду овај однос знатно виши. Ово показује да инвеститори акције иностраних предузећа на тржишту капитала вреднују изнад књиговодствене вриједности, док акције предузећа Електропривреде РС на тржишту капитала вреднују знатно испод књиговодствене вриједности предузећа. То говори о неповјерењу инвеститора и неефикасном управљању у Електропривреди РС.

Претходно приказани резултати показују да предузећа Електропривреде РС у посматраном периоду имају знатно нижу рентабилност пословања и тржишну вриједност, а самим тим и успјешност пословања, у односу на инострана предузећа из сектора електропривреде са већинским државним власништвом. Пошто остала посматрана домаћа предузећа имају још лошије показатеље рентабилности и тржишне вриједности него предузећа Електропривреде РС, може се рећи да је потврђена помоћна хипотеза Х1, односно да предузећа Електропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, у просјеку имају низак ниво успјешности и лоше управљање природним ресурсима, мјерено показатељима рентабилности и тржишним показатељима.

X2: *Предузећа Електропривреде РС имају низак ниво корпоративної управљања, мјерено помоћу Scorecard ујийника Бањалучке берзе.*

У оквиру тачке 3.3. приказани су резултати добијени мјерењем нивоа корпоративног управљања помоћу *Scorecard* упитника Бањалучке берзе у оквиру узорка предузећа Електропривреде РС. На основу појединачних оцјена нивоа корпоративног управљања за свако предузеће из узорка добијен је збирни дијаграм који даје коначну оцјену нивоа корпоративног управљања узорка, односно сектора предузећа Електропривреде РС.

Из табеле 6. се може уочити да највишу оцјену нивоа корпоративног управљања (NKU) има седмо предузеће (76,25%). Ова оцјена се сматра добром.<sup>12</sup> При том су и оцјене по појединим принципима за ово предузеће више него код осталих предузећа, осим у случају првог принципа. Како је први принцип *Посвећености и принципима корпоративної управљања*, ова ниска оцјена (3,5%) се може објаснити субјективним ставом особе која је попуњавала упитник. Интересантно је напоменути да је директор овог предузећа у 2012. години проглашен „најменаџером” РС.

Пето предузеће има оцјену NKU 66% а четврто 65,5%, што је на доњој граници прихватљивих вриједности. Остала предузећа су испод те границе и сматра се да имају лоше корпоративно управљање.

Најнижу оцјену NKU има шесто предузеће (50,50%), при чему су најниже и оцјене I, II, III, IV, V и VI принципа, док оцјена седмог принципа приближно одговара просјеку осталих предузећа.

Може се уочити да се добар дио укупног резултата односи на поштовање основних законских и подзаконских норми, дакле не зависи ни о чијој вољи.

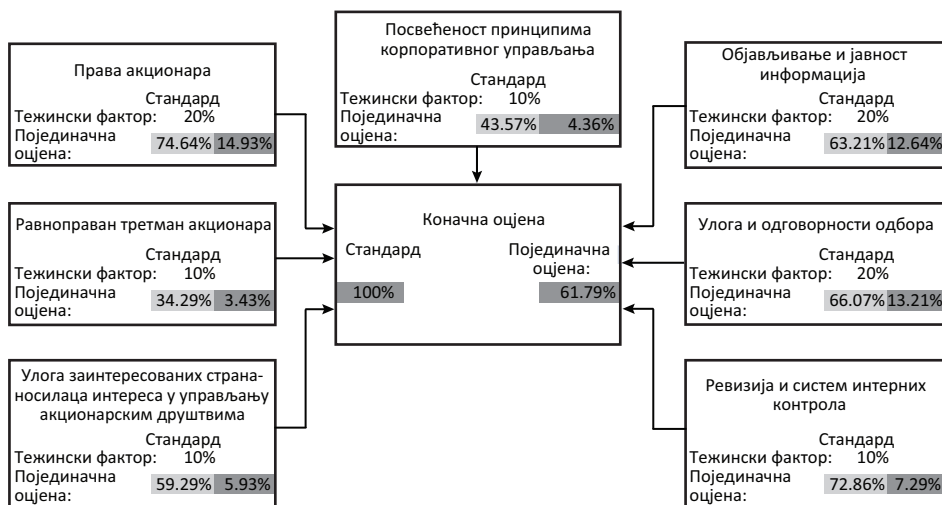
Коначна оцјена нивоа корпоративног управљања (NKU) за посматрани узорак предузећа Електропривреде РС приказана је на дијаграму 1. У коначној оцјени (61,79%), која значи лоше корпоративно управљање,<sup>13</sup> најзначајнији утицај, у позитивном смислу, имају права акционара и ревизија и систем интерних контрола, док у негативном смислу најзначајнији утицај имају принципи о равноправном третману акционара и посвећености принципима корпоративног управљања.

<sup>12</sup> Strenger, C. *The Corporate Governance Scorecard – a Tool for the Implementation of Corporate Governance*. Frankfurt: IFC, стр. 7-8, 2002

<sup>13</sup> Исто.

### Дијаграм 1: Просјечне вриједности нивоа корпоративног управљања према Принципима и коначна оцјена за предузећа Електиропривреде РС

ПРОСЈЕЧНЕ ВРИЈЕДНОСТИ ПРЕМА ПОЈЕДИНИМ ПРИНЦИПИМА И ПРОСЈЕЧНА КОНАЧНА ОЦЈЕНА



Извор: Аутор, на основу истраживања

Детаљније разматрање по појединим принципима показује да мањи број предузећа има усвојен властити кодекс понашања и да је већина је прихватила стандарде корпоративног управљања, али се ријетко расправља о њиховој примјени. Како права акционара представљају предуслов за инвестирање у предузеће, већина предузећа ажурно објављује информације о одржавању скупштина, о донесеним одлукама, конкурсима, али не и о сукобу интереса чланова одбора или о трансакцијама са повезаним лицима. Најчешће не постоје јасни механизми којима се спречава кориштење повлаштених информација нити се објављују информације о трансакцијама чланова одбора са друштвом. Углавном се тврди да их нема. Сва предузећа сарађују са заинтересованим странама ради стварања благостања, радних мјеста и одржања финансијске стабилности. При том, при доношењу одлука воде рачуна о интересима свих заинтересованих страна. Међутим, углавном не постоје процедуре за обезбјеђивање информација заинтересованим странама, нити је именована особа за контакт са инвеститорима. Углавном се не објављује корпоративни календар нити информације о власничком учешћу у другим друштвима преко 10% власништва, као ни информације о екстерном ревизору и његовој надокнади. Веома мали број испитаних друштава објављује информације на енглеском језику. Не пријављује се постојање сукоба интереса, накнаде чланова одбора најчешће се не везују за остварене резултате, одбори немају довољан број независних и компетентних чланова, нису дефинисане процедуре приликом постојања сукоба

интереса. Поједина предузећа немају усвојена правила ротације екстерног ревизора нити екстерни ревизор присуствује скупштинама акционара.

Детаљније разматрање примјене појединих принципа доводи до закључка да је *лоша просјечна оцјена нивоа корпоративног управљања од 61,79 %* посљедица непостојања жеље од стране менаџмента предузећа да се примјењују добре праксе корпоративног управљања. Примјењује се оно што је законом регулисано а све остало се углавном уводи „преко воље”. Треба имати у виду да три предузећа Електропривреде РС нису показала кооперативност приликом анкетања и поред инсистирања, тако да се може претпоставити да стање у њима, у погледу корпоративног управљања, није превише добро.

На основу претходне анализе може се рећи да је потврђена хипотеза Х2, односно да предузећа Електропривреде РС имају низак ниво корпоративног управљања, мјерено помоћу Scorecard упитника Бањалучке берзе.

*Х3: Постоји позитивна корелација између појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања.*

Израчунавањем коефицијената корелације између нивоа корпоративног управљања (NKU) и финансијских показатеља (показатеља рентабилности и тржишних показатеља) добијене су вриједности приказане у табелама 8. и 9. У табели 8. су приказани резултати корелационе анализе добијени посматрањем свих седам предузећа из узорка, а у табели 9. резултати добијени након искључивања предузећа под редним бројем 6. Вриједности коефицијената корелације добијене након искључивања из разматрања предузећа под редним бројем 6. реалније осликавају посматрани узорак.

Може се уочити да постоји позитивна (директна) корелација између вјерне показатеља рентабилности (изузев S/T) и нивоа корпоративног управљања (NKU), при чему коефицијент корелације између ROE и NKU има највећу вриједност, која у случају посматрања свих седам предузећа износи 0.7089225 (*изражена директна веза*) а у случају када је искључено предузеће бр. 6, износи 0.9412762 (*веома висока директна веза*). Дакле, повећање нивоа корпоративног управљања у предузећу утиче на повећање поврата на средства и поврата на капитал, поспјешује претварање прихода предузећа у стварну добит и повећава добит предузећа по једној акцији.

Такође се може уочити *изражена инверзна веза* између P/E и NKU (коефицијент корелације је -0,72379) и *висока инверзна веза* између TOBIN'S Q и NKU (коефицијент корелације је -0,8462218), из чега би се могло закључити да повећање нивоа корпоративног управљања доводи до тога да инвеститор плаћа више за једну конвертибилну марку нето добити по једној акцији, као и да се умањује успјешност пословања на финансијском тржишту, што је у супротности са закључком о повећању рентабилности пословања.

Између NPM, S/T и P/B и нивоа корпоративног управљања није изражена линеарна зависност.

На основу претходно изложених резултата може се тврдити да је потврђена хипотеза Х3, пошто постоји позитивна (директна) корелација између појединих показатеља рентабилности и осталих економских показатеља и нивоа корпоративног управљања.

*Х4. Бар један из групе показатеља рентабилности и тржишних показатеља може се изразити преко нивоа корпоративног управљања примјеном регресионе модела и увршћени у бар један од познатих економских модела за предвиђање појединоћа у пословању предузећа (рентабилности пословања). У том случају би се оцјена рентабилности предузећа изражавала и у функцији нивоа корпоративног управљања, као једног од фактора.*

У претходном дијелу истраживања је утврђено да постоји линеарна веза између појединих показатеља рентабилности и тржишних показатеља и нивоа корпоративног управљања, што значи да има смисла вршити регресиону анализу, односно тражити регресиону праву која би повезивала неки од тих показатеља и ниво корпоративног управљања.

С обзиром на то да између ROE и NKU постоји *веома висока директна веза*, у даљем разматрању је управо та веза детаљније образложена а затим је нађен одговарајући регресиони модел.

У претходном разматрању је утврђено да коефицијент корелације између ROE и NKU износи:<sup>14</sup>  $r = 0.9412762$  и да је стандардна грешка оцјене коефицијента просте линеарне корелације:  $s_r = 0,1688$ . Помоћу Студентовог теста је утврђено, уз ризик од  $\alpha = 0,05$ , да у основном скупу постоји линеарна веза, што се у овом истраживању односи на сва предузећа Електропривреде РС. Сљедећи корак у овом разматрању је примјена метода просте линеарне регресије ради одређивања линије регресије која повезује ROE и NKU. Помоћу MS Excel-а је добијен дијаграм распршености парова вриједности NKU и ROE за поједина предузећа (дијаграм 2).

Послије тога су израчунати параметри регресионе праве:

$a = 0,0172$  - коефицијент *правца* и

$b = -0,9468$  – одсјечак,

тако да права регресије има облик:

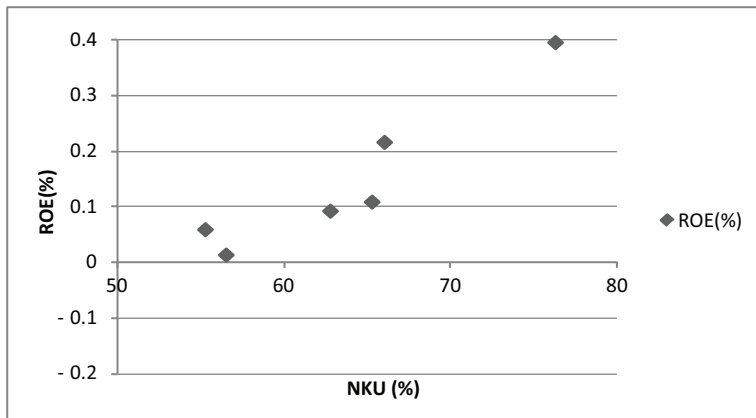
$ROE = 0,0172 * NKU - 0,9468$

Коефицијент детерминације износи  $r^2 = 0,886$ .

<sup>14</sup> Посматра се узорак без предузећа под редним бројем 6.



Дијаграм 2: Дијаграм расйршеносћии йарова вриједносћии NKU и ROE

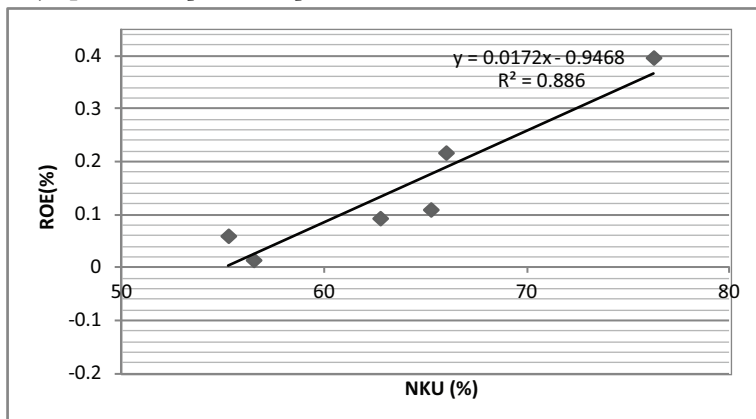


Извор: Аутор, на основу истраживања

Коефицијент детерминације је релативна мјера репрезентативности регресионе линије. Показује учешће објашњеног варијабилитета у укупном, односно колико су варијације промјенљиве ROE објашњене промјенљивом NKU. Пошто је добијена вриједност 0,886 или 88,6%, то значи да је у том износу вриједност ROE објашњена (детерминисана) нивоом корпоративног управљања (NKU). Остатак од 11,4% укупног варијабилитета није објашњен регресионом линијом. Пошто је  $r^2$  близак јединици регресиона линија прилично добро репрезентује емпиријске податке.<sup>15</sup>

Регресиона права је приказана на наредном дијаграму.

Дијаграм 3: Регресиона йрава



Извор: Аутор, на основу истраживања

<sup>15</sup> Жижић, М., Ловрић, М., Павличић, Д. *Методии стайистйичке анализе*. Београд: Економски факултет, 2000, стр. 293.

Дакле, како је претпостављено у хипотези Х4., бар један од посматраних показатеља се може изразити преко нивоа корпоративног управљања примјеном регресионог модела (просте линеарне регресије). Управо је представљена регресиона права која приказује везу између ROE и NKU.

Надаље се претпоставља да је могуће добијени регресиони модел уврстити у бар један од познатих економских модела за предвиђање потешкоћа у пословању предузећа (стабилности пословања).

У том смислу размотрен је, као највише кориштен, *Алјманов* и *Z-score model*, за предузећа која котирају на берзи:

$$Z\text{-score} = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

Анализом посматраног модела, имајући у виду значење показатеља  $X_1$  до  $X_5$ , уочено је да се показатељ  $X_3$  може изразити преко показатеља рентабилности – ROE. С обзиром на једначину регресионе праве која повезује показатељ ROE и ниво корпоративног управљања (NKU), може се закључити да се показатељ  $X_3$ , примјеном математичких трансформација, може изразити преко нивоа корпоративног управљања (NKU) на следећи начин:

$$X_3 = \frac{\text{Кайишл}}{\text{Укуйна имовина}} * (0,0172 * NKU - 0,9468) + \frac{\text{Порез + Такса}}{\text{Укуйна имовина}}$$

Из претходно изложеног слиједи да је:  $Z\text{-score} = f(NKU)$ .

Како се егзистенција предузећа базира на могућности фирме да својим средствима оствари зараду, овај је однос (показатељ Х3) нарочито прикладан за закључивање о лошем пословању (могућности банкрота) предузећа.<sup>16</sup> Самим тим је значајно успоставити везу између њега и нивоа корпоративног управљања.

Успостављањем везе између *Алјмановој Z-score* и нивоа корпоративног управљања потврђена је и хипотеза Х4.

Након провере помоћних хипотеза, може се закључити да је основна хипотеза, Х0: *Предузећа Електиропривреде РС, као и остала јавна предузећа РС са већинским државним власништвом, карактерише низак ниво успешности, лоше управљање природним ресурсима, а као последица ниског нивоа корпоративног управљања, потврђена на основу хипотеза Х1, Х2, Х3 и Х4.*

#### 4. Дискусија

Приказано истраживање је, кроз анализу резултата и проверу хипотеза, показало да посматрана домаћа предузећа имају низак степен успешности пословања и да је та успешност пословања повезана са ниским нивоом корпоративног управљања у предузећу.

<sup>16</sup> Altman, E. I. *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. Journal of Finance 23, 1968, стр. 189-209. Доступно на: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x/pdf> (03.08.2012.)

У овом дијелу рада ће бити предочена слична истраживања која су вршена у нашем ближем окружењу и у свијету, чији резултати оправдавају и потврђују закључке до којих се дошло у овом раду.

#### 4.1. Поређење резултата истраживања са другим сличним истраживањима

Од стране *Institutional Shareholder Services (USA)*<sup>17</sup> је 2005. године објављен извјештај у коме се тврди да су мањи ризик, боља профитабилност и виша вриједност везани за компаније са бољом структуром корпоративног управљања. Те компаније су се показале боље у погледу поврата на улагања, годишњег приноса дивиденде, нето профитне марже и Р/Е рација. Компаније са најбољим корпоративним управљањем надмашиле су најгоре уређене компаније у 13 од укупно 16 финансијских мјера успјеха, што подупире тезу да добро корпоративно управљање доводи до врхунског финансијског пословања.

*Gompers, Ishii и Metrick* (2003)<sup>18</sup>, у свом раду *Corporate Governance and Equity Prices*, изводи 24-факторски индекс управљања (*G Индекс*), за процјену нивоа права акционара, на основу података за 1.500 америчких компанија током 90-их година прошлог вијека. Индекс се кретао у распону 0-24, додајући један бод за сваку одредбу која је ограничавала права акционара. Студија је показала позитивну везу између квалитета корпоративног управљања и корпоративних перформанси, откривајући да су компаније са мањим правима акционара слабије котирале на берзама.

*Brown и Caylor* (2004),<sup>19</sup> су у свом раду *Corporate Governance and Firm Performance*, креирали мјеру корпоративног управљања *Gov-Score* на основу података добијених од стране *Institutional Shareholder Services-a*. *Gov-Score* се састојао од 51 фактора који покривају осам категорија корпоративног управљања: ревизију, одбор директора, подзаконске акте, образовање директора, накнаде директора и извршилаца, власништво, прогресивне праксе и стање у оснивању. За више од 2300 компанија, *Brown и Caylor* доносе *Gov-Score* за шест мјера успјеха, преко три категорије: оперативна успјешност (ROE, NPM, раст продаје); вредновање предузећа (Tobin's Q), и исплате акционарима (принос дивиденде, откуп акција). Ово истраживање је показало да су компаније са бољим корпоративним управљањем биле

<sup>17</sup> Institutional Shareholder Services. *Better Corporate Governance Results in Higher Profit and Lower Risk*, 2005. Доступно на: <http://www.issproxy.com/pdf/CGQSummary.pdf> (05.09.2012.)

<sup>18</sup> Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. *Corporate Governance and Equity Prices*. The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 2003 стр. 107-155. Доступно на: <http://qje.oxfordjournals.org/content/118/1/107.full.pdf> 10.09.2012.)

<sup>19</sup> Brown, L., Caylor, M. *Corporate Governance and Firm Performance*, Working Paper, 2004. Доступно на: [http://w.trustenablement.com/local/GSU\\_ISS\\_Study.pdf](http://w.trustenablement.com/local/GSU_ISS_Study.pdf) (11.09.2012.)

профитабилније, више вриједиле и да су исплаћивале више новца акционарима, док су лошије управљане компаније имале ниже оперативне перформансе и исплаћивале мање новца акционарима.

*La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer и Visney (2002)*<sup>20</sup> су испитали 539 великих компанија из 27 земаља ради тестирања учинка правне заштите мањинских акционара и удјела власништва већинског акционара на вредновање компанија. Они су открили доказе да се земље са бољом заштитом мањинских акционара и компаније са већим удјелом већинског акционара више вреднују.

У Великој Британији, *Selvaggi и Upton (2008)*<sup>21</sup> су испитивали повезаност између доброг корпоративног управљања, оперативних перформанси и цијена акција за листу британских компанија, у периоду између 2003. и 2007. године. *Selvaggi и Upton* такође су тестирали снагу и смјер потенцијалне везе између двије варијабле, тражећи значајну везу између доброг корпоративног управљања и врхунских перформанси предузећа.

У Кореји су *Black, Jang и Kim (2003)*<sup>22</sup> конструисали индекс корпоративног управљања базиран на шест субиндикатора за: права акционара, одбор директора, вањске директоре, одбор за ревизију и интерног ревизора, откривање инвеститорима и власнички паритет. Они су овај индекс применили на 526 компанија које су котирале на Кореанској берзи, 2001. године. Открили су значајну везу између доброг корпоративног управљања и повећања вриједности компаније, мјерено помоћу Tobin's Q, као и виших цијена на берзи.

У нашем ближем окружењу слична истраживања су рађена у Србији, од стране Центра за либерално-демократске студије (Борис Беговић и др.). Истраживана је веза између рентабилности предузећа и квалитета корпоративног управљања. Дошло се до закључка о постојању „јаке везе између профитабилности и квалитета система корпоративног управљања”<sup>23</sup> У ис-

<sup>20</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishney, R. *Investor Protection and Corporate Valuation*. Journal of Finance, 57(3), 2002, стр. 1147-1170. Доступно на: [http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/Valuation\\_JOFJune2002.pdf](http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/Valuation_JOFJune2002.pdf) (12.09.2012.)

<sup>21</sup> Selvaggi, M., Upton, J. *Governance and Performance in Corporate Britain: Evidence from the IVIS colour-rating system*. ABI Research Paper 7, Report from ABI Research and Investment Affairs Department, 2008. Доступно на: <http://www.google.ba/#hl=en&tbo=d&client=psy-ab&q=Selvaggi%2C+M.%3B+Upton%2C+J.+%282008%29.+Governance+and+Performance+in+Corporate> (14.09.2012.)

<sup>22</sup> Black, B., Jang, H., Kim, W. *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea*. Working Paper, 2003. Доступно на: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/ap-city/unpan036850.pdf> (16.09.2012.)

<sup>23</sup> Беговић, Б., et. al. Унапређење корпоративног управљања. Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003. Доступно на: <http://www.clds.rs/pdf-s/korporativno-upravljanje.pdf> (20.09.2012.)

траживању је мјерена корелација између показатеља рентабилности и квалитета корпоративног управљања, својине и величине предузећа.

Дати преглед истраживања показује сличност добијених резултата са нашим истраживањем. Очигледно је да компаније имају корист од увођења принципа корпоративног управљања, у смислу повећања профитабилности и сопствене вриједности.

У нашим условима би се могло препоручити истраживање на бази утицаја појединих принципа корпоративног управљања на поједине перформансе предузећа, водећи при томе рачуна о величини предузећа и власничкој структури. Испитивањем би требало обухватити што већи број предузећа.

## 5. Закључак

Све чешће се у свијету, а и у нашем окружењу, пословна успјешност предузећа повезује са квалитетом управљања, односно са примјеном принципа корпоративног управљања, што подразумијева одговорно управљање и контролу акционарских друштава ради стварања дугорочне вриједности.

У овом истраживању је вршено мјерење пословне успјешности 21 јавног предузећа РС са већинским државним власништвом путем анализе финансијских извјештаја за посљедњих пет година и израчунавањем ратио показатеља (показатеља рентабилности и тржишних показатеља).

Добијени резултати су показали да предузећа Електропривреде РС имају нешто веће показатеље рентабилности и тржишне вриједности од просјека свих посматраних јавних предузећа, али много лошије у односу на инострана предузећа. Сматра се да је један од разлога за овако лошу слику у односу на инострана предузећа административно одређивање цијене електричне енергије.

Извршено је и оцјењивање нивоа корпоративног управљања у предузећима Електропривреде РС путем анкетног истраживања помоћу *Scorecard* упитника Бањалучке берзе. Утврђено је да је просјечна оцјена сектора ниска, односно да ниво корпоративног управљања у просјеку није задовољавајући, што значи да ни обавезна законска регулатива у већини предузећа није испоштована.

Примјеном статистичких метода дошло се до закључка да постоји позитивна (директна) корелација између већине показатеља рентабилности и нивоа корпоративног управљања, односно да пословна успјешност предузећа зависи од нивоа корпоративног управљања. Ови налази се подударају са многобројним истраживањима у свијету, од којих су нека наведена у дискусији. Истина, постоје и истраживања у којима се изражавају другачији ставови.

Примјеном корелационе и регресионе анализе доказана је статистички значајна веза између показатеља рентабилности ROE и нивоа корпоративног управљања NKU у предузећима Електропривреде РС, што је такође у складу са поменутих истраживањима. На основу тога је, примјеном математичких трансформација, успостављена веза између *Алџмановој Z score модела* за предвиђање пословних потешкоћа (стечаја) и нивоа корпоративног управљања, што представља научни допринос овог рада и поново указује на значај примјене принципа корпоративног управљања.

Кроз анализу појединих показатеља рентабилности и тржишне вриједности предузећа уочени су конкретни проблеми који утичу на успјешност и тржишну вриједност јавних предузећа РС са већинским државним власништвом. Доказан је значај примјене принципа корпоративног управљања за побољшање пословне успјешности јавних предузећа а самим тим и за боље кориштење природних ресурса РС.

Конкретно, што се тиче предузећа Електропривреде РС, да би се повећала њихова пословна успјешност, а самим тим и искориштење електроенергетског ресурса РС, неопходно је ублажавање административних мјера у погледу цјеновне политике електричне енергије од стране власти, као и развијање свијести о сврсисходности примјене принципа корпоративног управљања у свим јавним предузећима.

## Литература:

1. Altman, E. I. *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. Journal of Finance 23, 1968, стр. 189-209. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x/pdf> (03.08.2012.)
2. Бањалучка берза хартија од вриједности а.д. Бања Лука. <http://www.blberza.com>
3. Беговић, Б., et. al. *Унапређење корпоративног управљања*. Београд: Центар за либерално-демократске студије, 2003. <http://www.clds.rs/pdf-s/korporativno-upravljanje.pdf>
4. Берберовић, Ш., Тодоровић, З. *Економика предузећа*. Бања Лука: Економски факултет, 2009.
5. Black, B., Jang, H., Kim, W. *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea*. Working Paper, 2003. <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan036850.pdf>
6. Brown, L., Caylor, M. *Corporate Governance and Firm Performance*, Working Paper. 2004. [http://w.trustenablement.com/local/GSU\\_ISS\\_Study.pdf](http://w.trustenablement.com/local/GSU_ISS_Study.pdf)

7. Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. *Corporate Governance and Equity Prices*. The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 2003, стр. 107-155. <http://qje.oxfordjournals.org/content/118/1/107.full.pdf>
8. Drucker, P. *Иновације и предузећништво*, Београд: Грмеч; Привредни преглед, 1996.
9. Електропривреда Републике Српске, [http://www.ers.ba/index.php?option=com\\_content&view=section&id=1&Itemid=21&lang=ba](http://www.ers.ba/index.php?option=com_content&view=section&id=1&Itemid=21&lang=ba)
10. Жагер, К., Жагер, Л. *Анализа финансијских извјештаја*. Загреб: Масмедиа, 1999.
11. Жижић, М., Ловрић, М., Павличић, Д. *Методи статистичке анализе*. Београд: Економски факултет, 2000.
12. Institutional Shareholder Services. *Better Corporate Governance Results in Higher Profit and Lower Risk*. 2005. <http://www.issproxy.com/pdf/CGQ-Summary.pdf>
13. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishney, R. *Investor Protection and Corporate Valuation*. Journal of Finance, 57(3), 2002, стр. 1147-1170. <http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/ValuationJOFJune2002.pdf>
14. Организација за економску сарадњу и развој. <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/41814777.pdf>
15. Selvaggi, M., Upton, J. (2008). *Governance and Performance in Corporate Britain*:
16. Evidence from the IVIS colour-rating system. ABI Research Paper 7, Report from ABI
17. Research and Investment Affairs Department. <http://www.google.ba/#hl=en&tbo=d&client=psy-ab&q=Selvaggi%2C+M.%3B+Upton%2C+J+%282008%29+Governance+and+Performance+in+Corporate>
19. Strenger, C. *The Corporate Governance Scorecard – a Tool for the Implementation of Corporate Governance*. Frankfurt: IFC. 2002, стр. 7-8.
20. Thomson Reuters Corporation. <http://www.reuters.com>





Миљана Нововић<sup>1</sup>  
Милан Лакићевић<sup>2</sup>

## Европска регулатива тржишта осигурања – изазови имплементације у Црној Гори

### European regulation of insurance market – challenges of the implementation in Montenegro

#### Резиме

*Тржишна позиција и конкурентска предности црногорских осигурава-  
ча на интегрисаном тржишту осигурања, може се одржати унапређењем  
професионализма, уважавањем потреба осигураника, јачањем финансијској  
капацитетима у циљу преузимања великих ризика, увођењем софистицира-  
них производа осигурања, као и прилагођавањем пословања конкурентској  
средини глобалној тржиштини.*

*Имплементација одредби европској законодавства за област осигурања  
у циљу интеграције црногорској у европско тржиште, представља велики  
изазов за све тржишне субјекте. Имајући у виду величину и специфичности  
црногорској тржиштини, неопходно је креирањем нових, или измјенама по-  
стојећих законских рјешења, водити рачуна не само о релезним роковима  
за усклађивање пословања са прописима Европске уније (ЕУ), већ и о одржа-  
вању стабилности тржиштини осигурања Црне Горе.*

*У циљу успостављања адекватној институционалној оквира за ин-  
теграцију домаћеј у јединствено европско тржиште, Агенција за надзор  
осигурања Црне Горе би требала да усвоји акте усклађене са директивама*

<sup>1</sup> Универзитет Црне Горе - Економски факултет, Подгорица, mnovic@ac.me

<sup>2</sup> Универзитет Црне Горе - Економски факултет, Подгорица, milanl@ac.me

Европске уније и основним принципима Међународног удружења супервизора осигурања. Имплементацијом пројекта „Солвенциј II”, уз проактивну и правовремену контролу пословања, осигуравајуће компаније ће морати да идентификују и вреднују све ризике којима су изложене, антиципирају тржишне промене, јачају унутрашњу контролу и одржавају своју финансијску стабилност, што ће позитивно утицати на даљи просперитет тржишта осигурања.

**Кључне ријечи:** тржиште осигурања, солвенциј, маргина солвенцијности, адекватност капитала, регулатива.

## Summary

Market position and competitive advantage of insurers in the integrated Montenegrin insurance market, can be sustained by improving professionalism, taking into account the needs of the insured, strengthening of financial capacity with the aim that insurers accept the big risks, introducing of sophisticated insurance products, as well as by adjusting the business for competitive strategy of global market.

Implementation of European insurance legislation in order to integrate Montenegrin into European insurance market is a big challenge for all insurance market subjects. Considering the size and specificity of Montenegrin insurance market, it is necessary that when creating new and changing valid legal solutions, regulator takes into account not only the deadlines for the adjustment of insurance companies' businesses with EU regulations, but also the stability of the insurance market in Montenegro.

In order to establish an adequate institutional framework for integration into the European market, the Insurance Supervision Agency of Montenegro should adopt legislation in line with European Union directives and the fundamental principles of the International Association of Insurance Supervisors. By implementing the „Solvency II” project, with a proactive and adequate control of the business, the insurance companies will have to identify and evaluate the risks they are exposed, to anticipate market changes, to improve internal controls and to maintain its financial stability. All mentioned will have the positive influence on the future prosperity of the insurance market .

**Key words:** insurance market, solvency, solvency margin, capital adequacy, regulatory

## 1. Увод

Прелазак на тржишну економију и коришћење искустава развијених земаља, довео је до промјена на тржишту осигурања Црне Горе. У Црној Гори и другим земљама региона, предузимале су се мјере које су подразумијевале измјене законских прописа, демонополизацију и регулисање надзора над сектором осигурања. Државне осигуравајуће компаније су приватизоване, тј. дошло је до уласка страног капитала и повећања броја осигуравајућих компанија. Такви услови, првенствено усљед јачања тржишне конкуренције, имали су позитиван утицај на мотивацију, односно иновативност црногорских осигураваача, али и даљи развој сектора осигурања.

Демонополизација осигурања, спровођење неопходних реформи сектора осигурања у циљу придруживања ЕУ, привредни раст, стабилност финансијског тржишта јесу важне макроекономске претпоставке јачања позиције осигуравајућих компанија на тржишту земаља у развоју. У циљу интегрисања у европско финансијско тржиште, осигуравајуће компаније, као и остале институције финансијског система Црне Горе, мораће приступити процесу хармонизације са европским законодавством, тј. прихватити стандарде пословања развијених земаља и њихових тржишта, као битан услов темељних промјена у начину пословања.

Актуелна регулатива адекватности капитала и солвентности у Црној Гори још увијек није у потпуности усаглашена са прописима који важе за земље чланице ЕУ. Наиме, као и у европским земљама, обрачун маргине солвентности у Црној Гори се разликује зависно од тога да ли је ријеч о друштву које се бави животним осигурањем или о друштву за неживотна осигурања, при чему треба нагласити да још увијек није донесен правилник којим се усклађују износи премијске основе и основе штета, које се примјењују код обрачуна маргине солвентности у ЕУ. Међутим, Агенција за надзор осигурања у Црној Гори је почетком 2013. године донијела низ нових подзаконских аката<sup>3</sup>, а у наредном периоду очекује се усвајање новог правилника за утврђивање маргине солвентности, као и других прописа којима ће се домаћа регулатива у потпуности ускладити са европском, првенствено са директивама пројекта „Солвентост I”.

Пројекат „Солвентност II” захтијева од осигуравајућих компанија јачање система интерних контрола, другачије израчунавање капиталних захтјева, сопствену процјену ризика, као и извјештавање о ризицима. Извјештавање

<sup>3</sup> Неки од њих су: Правилник о ближим критеријумима и начину обрачунавања математичке резерве и посебне резерве животних осигурања код којих осигураник преузима на себе инвестициони ризик; Правилник о карактеристикама подређених дужничких инструмената који се могу укључити у допунски капитал друштава за осигурање; Правилник о распореду врста ризика по врстама осигурања и други.

о ризицима укључиваће дефиниције и класификацију ризика, контролне механизме за откривање и превенцију ризика, као и саму процјену и процес управљања ризицима.

Иако се имплементација директива „Солвентност II” константно одлаже, осигуравајуће компаније у Црној Гори ће у блиској будућности морати повећавати расположиви капитал, тј. дефинисати минимални и солвентни капитал, што ће свакако имати негативне консеквенце на пословање финансијски слабијих компанија на црногорском тржишту. Активности увођења и примјене директиве „Солвентност II” у Црној Гори, али и другим земљама региона, морају се спроводити уважавањем специфичности тржишта осигурања и карактеристика пословања осигураваача, а све у циљу очувања стабилности тржишта.

## 2. Црногорско тржиште осигурања на путу ка јединственом тржишту Европске уније

Јединствено тржиште осигурања резултат је постизања сагласности држава чланица ЕУ о питањима која су од важног значаја за просперитет економије сваке земље. У периоду од доношења првих директива неживотног и животног осигурања (1973/1979) и других директива које су имале прелазни карактер (1988/1990), није направљен већи напредак у стварању услова за успостављање јединственог тржишта<sup>4</sup>.

Програм који је усвојио Савјет министара Европске економске заједнице (ЕЕЗ), а у дијелу који се односио на осигурање, утврдио је етапе у погледу интеграције осигурања у заједничко тржиште, имајући у виду прије свега, правне инструменте за остваривање слободе оснивања и слободе пружања услуга.<sup>5</sup> До 1986. године, није било већих резултата у успостављању јединственог тржишта, након чега преовладава прагматичнија оријентација, да се усагласе само прописи који су директна препрека остваривању двије слободе, те је коначно, после низа година рада на стварању неопходних услова, заживјело јединствено тржиште осигурања.

Државе чланице ЕУ прихватиле су начело слободе пружања услуга („*freedom of service*”), као и начело слободе оснивања („*freedom of establishment*”). По првом начелу, осигураваачи из једне земље ЕУ имају могућност директног осигурања ризика у другој држави чланици, док начело слободе оснивања смањује и уклања препреке, које би спречавале осигу-

<sup>4</sup> Пак, Ј. Право осигурања. Београд: Универзитет Сингидунум, 2011, стр.14.

<sup>5</sup> Општи програм за укидање ограничења слободе оснивања, ОЈ ЕЦ 2/36, од 15. јануара 1962; Општи програм за укидање слободе пружања услуга ОЈ ЕЦ 2/32, од 15. јануара 1962.

равајуће компаније да оснивају своја друштва или представништва, тј. да обављају директне послове у другој држави ЕУ.

Имплементација стандарда и одредби европског законодавства, очекује се и од земаља Западног Балкана. Иако право ЕУ подразумијева слободу оснивања и пружања услуга, доста законских одредби зависи и од надзорног органа, који свакако може ограничити потпуну примјену наведених начела.<sup>6</sup>

Да би у савременом свијету осигуравајућа друштва била успјешна, она се морају прилагодити и глобалној конкурентској стратегији, тј. важно је континуирано и планско улагање у истраживање тржишта<sup>7</sup>. Такође, неопходно је радити и на истраживању нових производа и процеса који доводе до иновација и побољшања конкуритивности. Развојем нових производа омогућава се раст и развој компаније, односно постиже се боље задовољавање тржишних потреба, повећање тржишног учешћа, као и јачање имиџа и конкурентског положаја на тржишту осигурања.

Осигуранике у савременим условима пословања карактерише значајна преговарачка моћ, те промјене понашања и става према производима и дјелатности осигурања. Због великог броја осигуравајућих друштава, те јачања конкуренције, осигураници немају финансијских ограничења за прелазак из једне у другу осигуравајућу компанију. Другим ријечима: на глобалном тржишту осигурања присутан је низак степен лојалности осигураника. Промјене понашања осигураника најбоље се дефинишу чињеницом, да од слабо информисаног корисника услуга, на савременим тржиштима осигураници постају добро обавијештени учесници, свјесни квалитета услуга које им се нуде.

У суштини, глобализација, па тиме и јединствено европско тржиште постављају појединца у центар пажње и као произвођача и као потрошача. Процес глобализације доводи до стварања осјећаја припадности сваког појединца глобалној заједници и указује на чињеницу да у савременом свијету нико не може живјети у изолацији.<sup>8</sup> Као што појединац не може опстати

<sup>6</sup> Комисија ЕЕЗ доноси уредбе и директиве, одлуке, препоруке и мишљења. Уредбе имају општи значај, обавезне су и директно се примјењују у свим државама чланицама. Директиве обавезују све државе чланице којима су намијењене у погледу резултата који се жели постићи, али државе су слободне да изаберу начин њиховог интегрисања у национално законодавство. Препоруке и мишљења немају обавезујући карактер, док су одлуке обавезне за оне за које су намијењене.

<sup>7</sup> Анализа конкуренције, промјене у навикама и преференцијама осигураника, праћење кретања животног циклуса производа и сл.

<sup>8</sup> Milward, B. *Globalization? Internationalisation and Monopoly Capitalism: Historical Processes and Capitalist Dynamism*. Edward Elgar Publishing, 2003. str.12

изоливан у глобалној заједници, тако ни субјекти осигурања не могу бити изузети из процеса глобализације.

Глобализација свјетске економије условљава процес глобализације полова осигурања и реосигурања, а глобализација и интеграција тржишта осигурања и реосигурања има повратног утицаја и то како на локално, тако и на глобално тржиште.

Агенција за надзор осигурања у Црној Гори је дефинисањем одговарајуће законске и подзаконске регулативе створила основне институционалне претпоставке за улазак иностраних инвестиција на црногорско тржиште осигурања. Улазак аустријских и словеначких инвеститора је повећао конкуренцију на црногорском тржишту осигурања, довео до доминације страног капитала и значајно унаприједио понуду производа осигурања црногорским грађанима. Позитивни ефекти оснивања нових друштава су се огледали и кроз константно повећање броја запослених у сектору осигурања.

Усвајањем три базична закона 2006. и 2007. године, (Закон о осигурању, Закон о обавезном осигурању у саобраћају и Закон о стечају и ликвидацији друштава за осигурање) отпочело се са процесом усклађивања црногорске регулативе са прописима ЕУ. Агенција за надзор осигурања је у циљу обезбјеђења ефикасног надзора и супервизије сектора осигурања као и уређења пословања осигуравајућих друштава у складу са европским нормама, усвојила значајан број подзаконских аката.<sup>9</sup> Међутим, усвајање наведених закона и подзаконских аката само је почетак дуготрајног и комплексног процеса усаглашавања регулативе Црне Горе са прописима ЕУ.

Усклађивање Закона о осигурању са директивама ЕУ се првенствено односи на обавезу његовог усаглашавања са:

- Директивом 92/49/ЕЦ, о усклађивању закона, прописа и административних одредби који се односе на послове директног осигурања осим животног осигурања;
- Директивом 2007/44/ЕЦ, која регулише процедурална правила и критеријуме за оцјењивање разумних процјена куповине и стицања капитала у финансијском сектору;
- Директивом 2002/83/ЕЦ, која регулише обављање послова животних осигурања
- Директивом 2002/92/ЕЦ, која регулише медијацију у осигурању<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> [http://www.ano.me/index.php?option=com\\_phocadownload&view=category&id=6:&Itemid=111](http://www.ano.me/index.php?option=com_phocadownload&view=category&id=6:&Itemid=111)

<sup>10</sup> „Извјештај о раду Агенције за надзор осигурања у 2009. години” [www.ano.me](http://www.ano.me):

Наведеним измјенама се обухватају усаглашавања у дијелу актуарских послова, интерне и спољне ревизије, посредовања и заступања у осигурању, као и заштите осигураника.

Законом о осигурању Црне Горе из 2006. године прописан је минимални износ оснивачког капитала осигуравајућих друштава на нижем нивоу у односу на европско законодавство. У циљу усаглашавања са ЕУ директивама из 2002. године (Директива ЕУ 2002/13/ЕЦ и 2002/83/ЕЦ), чланом 21. Закона о осигурању<sup>11</sup>, дефинише се да акцијски капитал друштва за осигурање не може бити мањи од:

- 2.000.000 евра за друштво које обавља послове неживотних осигурања, који не обухватају поједине врсте осигурања из члана 9 став 1 тач. 10 до 15 овог закона;
- 3.000.000 евра за друштво које обавља послове неживотних осигурања, који обухватају поједине врсте осигурања из члана 9 став 1 тач. 10 до 15 овог закона;
- 3.000.000 евра за друштво које обавља послове животних осигурања.

Акцијски капитал друштва за реосигурање не може бити мањи од 3.000.000 евра<sup>12</sup>.

Сходно Директивама 73/239/ЕЦ, 2002/13/ЕЦ и 2002/83/ЕЦ осигуравајућа компанија је капитално адекватна ако испуњава сљедеће услове:

- прописани ниво маргине солвентности;
- гарантни фонд представља 1/3 маргине солвентности;
- минимални износ гарантног фонда је 2 милиона €, а за поједине врсте осигурања (животна, реосигурање) лимит достиже 3 милиона €.

Иако је чланом 21 Закона о осигурању Црне Горе из 2012. године повећан износ минималног оснивачког капитала, за обезбјеђење капиталне адекватности осигуравајућих компанија важно је и усвојити правилник о утврђивању маргине солвентности, којим ће се основе за обрачун повећати, тј. ускладити са правилником који важи за земље ЕУ<sup>13</sup>.

Испуњавање наведеног захтијеваног нивоа капитала, (који је адекватан обиму и врстама послова које друштво за осигурање обавља и ризицима којима је оно изложено), од стране црногорских осигуравача може бити обезбјеђено или путем нових докапитализација постојећих друштава или путем њиховог спајања или припајања, што се у крајњој мјери може

<sup>11</sup> Закон о осигурању („Сл. лист РЦГ”, бр. 78/06 од 22.12.2006, 19/07 од 02.04.2007, „Сл. лист Црне Горе”, бр. 53/09 од 07.08.2009, 73/10 од 10.12.2010, 40/11 од 08.08.2011, 45/12 од 17.08.2012)

<sup>12</sup> Исто.

<sup>13</sup> Основе за обрачун се морају повећати и то за премијску основу са 10 на 50 милиона евра, а код штета са 7 на 35. милиона евра ( ЕУ директива солвентности из 2002.године).

рефлектовати кроз измјену структуре учесника на црногорском тржишту осигурања.

Ипак, највећи изазов црногорског сектора осигурања јесте примјена нове европске директиве „Солвентност II” 2009/139/ЕЗ, која дефинише савремени, на ризику заснован концепт надзора осигуравајућих друштава. Наиме, државном регулацијом сектора осигурања настоји се обезбједити адекватна заштита осигураника од инсолвентности, што се првенствено постиже прописивањем адекватности капитала односно минималних граница солвентности које друштво за осигурање мора одржавати. Основни циљеви „Солвентности II” су заштита осигураника, дефинисање границе солвентности која ће представљати укупну изложеност свим ризицима, антиципирање тржишних промјена, заснованост на принципима а не на строгим правилима, одржавање финансијске стабилности и избјегавање процикличности регулаторних одредби<sup>14</sup>.

Када је ријеч о активностима на увођењу и примјени прописа „Солвентности II” у Црној Гори, а с обзиром на озбиљност цјелокупног процеса хармонизације у циљу благовремене припреме сектора осигурања за његову примјену, неопходним се намеће отпочињање интензивне сарадње регулатора са осигуравајућим компанијама, образовним институцијама, струковним удружењима и другим заинтересованим странама у дијелу повећања свијести запослених у осигурању о нужности и значају управљања и препознавања ризика којима су друштва изложена, као и о нужности поштовања рокова за имплементацију „Солвентности II” у национално законодавство.

### **3. Специфичности еу директива солвентности и њихова примјена у Црној Гори**

За осигуравајућу компанију кажемо да је солвентна ако је њена имовина већа од дугова. Маргину солвентности можемо дефинисати као квантитативни показатељ оцјене солвентности осигуравајуће компаније, односно као минимални износ новчаних средстава који увијек мора стајати на располагању компанији у циљу регулације доспјелих обавеза. До несолвентности осигуравајућих компанија може доћи усљед катастрофалних штета, неадекватности наплаћених премија, неодржавања довољног нивоа резерви, прецјењивања активе, усљед грешака менаџмента, лажних информација, организационих проблема, као и проблема у спровођењу послова реосигурања. Из поменутих разлога, држава мора спроводити одређене мјере како би спријечила инсолвентност осигуравајућих компанија.

<sup>14</sup> Кришто, Ј. Solvency II – основе и захтјеви пете квантитативне студије. Осигурање: хрватски часопис за теорију и праксу осигурања, број 9, 2010.



Минимални износ гарантне резерве, тј. маргина солвентности, одређује се на различите начине у земљама Европе и свијета. У Европи, до маргине солвентности се долази на основу примјене коефицијената на премију, штете и математичку резерву код компанија животног осигурања, док се нпр. у САД-у, утврђује капитал који је изложен ризику, односно утврђује се неопходан износ капитала за покриће ризика којима је изложена осигуравајућа компанија.

Одувијек се сматрало да осигуравајуће компаније у Европи одржавају своју солвентност на адекватном нивоу. Директива из 1973. године била је први помак ка регулацији солвентности у осигурању и подразумијевала је да свака европска земља дефинише минималне капиталне стандарде који би важили за све осигуравајуће компаније које су под надзором дате земље. Земље чланице Европске уније усклађују своје интерно законодавство са прописима и директивама ЕУ у циљу формирања јединственог тржишта осигурања. Проблем солвентности регулише се директивама којима се прописује обавеза осигуравајућих компанија да одржавају маргину солвентности, која се утврђује на бази остварене премије осигурања и реализованих штета. У свакој земљи, надзорни орган за осигурање је дужан да обезбиди да све осигуравајуће компаније имају капитал, односно гарантну резерву, најмање једнаку маргини солвентности.

Директиве ЕЕЗ из 70-тих година показале су се као непримјерене за утврђивање потребног капитала. Због неадекватности маргине солвентности, 2002. године уводе се промјене у оквиру пројекта „Солвентност I”. Новим директивама повећао се минимални гарантни фонд, као и основа за обрачун маргине солвентности. Као резултат захтјева у оквиру пројекта „Солвентност I”, дошло је до повећања минималне маргине солвентности и то на два начина. Прва промјена је настала као одговор на евидентну инфлацију од 1973. године и значила је повећање почетног фонда сигурности на 2 милиона €, односно 3 милиона € уколико се у портфељ осигурања укључује осигурање од одговорности. Друга промјена односи се на повећање основе за обрачун маргине солвентности.

Модел фиксног коефицијента је метод којим се израчунава захтијевана маргина солвентности и то на бази одређених категорија билансних извјештаја (биланса стања и биланса успјеха), а које презентују изложеност компаније ризику. Основ за одређивање маргине солвентности је проценат премије осигурања, или удео резервисаних штета помножен коефицијентом који се произвољно утврђује, или као однос одређених параметара. Код неживотних осигурања тај однос се утврђује на основу висине (индекса)

премије<sup>15</sup>, односно висине (индекса) штета<sup>16</sup>, док се код животног осигурања представља као одређени проценат од математичке резерве.

Основа за обрачун маргине солвентности се од 2002. године повећала и то са 10 милиона € на 50 милиона € за обрачун са премијском основом, тј. са 7 милиона € на 35 милиона € за обрачун са основом индекса штета. Дакле, по Директиви из 2002. године, на премије до 50 милиона € примјењује се проценат од 18%, а на износ преко 50 милиона € проценат од 16%. Индекс штета (за последње три године) множи се стопом од 26% до износа до 35 милиона евра, а преко тог износа са стопом од 23%. Тако добијени износи множе се већ дефинисаним коефицијентима који не могу бити мањи од 0,5. Код неживотног осигурања, маргина солвентности једнака је већем износу који се добија на бази обрачуна по основу бруто премије из претходне пословне године и по основу индекса штета, односно просјечног износа штета у претходне три године. Углавном се користи фиксни рацио просјечних издатака за штете, при чему се по правилу узима просјек од три године, односно просјек од седам година за осигурање кредита, осигурање јемства, осигурање од ризика олује и олује са градом.

Дакле, формуле по којима се одређује износ маргине солвентности за компаније неживотног осигурања у ЕУ су:

$$P_i = [0,18 \cdot \min(P, 50.000.000) + 0,16 \cdot \max(P - 50.000.000, 0)] \cdot r, r \geq 50\%$$

$$S_i = [0,26 \cdot \min(S, 35.000.000) + 0,23 \cdot \max(S - 35.000.000, 0)] \cdot r, r \geq 50\%$$

За компаније животног осигурања, маргина солвентности се утврђује на основу збира следећа два износа: а) први износ добија се множењем укупног износа математичке резерве на задњи дан претходне године са 4%<sup>17</sup> и његовом корекцијом коефицијентом који не може бити мањи од 85%; б) други износ се утврђује само за осигурања код којих разлика између осигураних суме за случај смрти и обрачунате математичке резерве није негативна. Ова разлика, укључујући и осигурања код којих се разлика покрива реосигурањем, множи се са 0,003 и коригује коефицијентом који не може

<sup>15</sup> Фактурисана премија је прихватљива категорија за обрачун маргине солвентности. Укупној премији из осигурања додају се премије прихваћених послова реосигурања. То све чини бруто премијски приход од којег се одузимају износи пореза и такси из премија, као и износи поништених (отписаних) премија.

<sup>16</sup> Укупан износ плаћених штета у претходне три године додаје се укупним плаћеним одштетним захтјевима из послова реосигурања, увећаним за укупне резерве штета на крају претходне финансијске године. Затим се одбијају исплаћени регреси настали у претходне три године, као и резерве за штете на почетку посматраног периода.

<sup>17</sup> За „unit linked” производе животног осигурања маргина се израчунава као 1% математичке резерве (Sigma, no 4/2006)

бити мањи од 0,5, а који се добија на основу покривености разлике реосигурањем, односно односом бруто и нето капитала изложеног ризику.<sup>18</sup>

Основне предности пројекта „Солвентност I” су једноставност његове примјене и могућност поређења резултата међу различитим осигуравајућим компанијама. Међутим и поред поменутих предности пројекта, никако се не смију занемарити и неки његови евидентни недостаци и то<sup>19</sup>:

- обрачун имовине и обавеза (укључујући и техничке резерве) није базиран на тржишном приступу;
- захтјеви за солвентношћу зависе од параметара који недовољно одражавају укупни ризик осигурања - премије и штете код неживотног осигурања и математичка резерва и ризични капитал код животног осигурања;
- поред ризика осигурања, други ризици нису обухваћени моделом. Нпр. ризик инвестирања није укључен у обрачун захтијеване маргине солвентности, већ се контролише регулацијом инвестиционе политике техничких резерви;
- неадекватно се посматра трансфер ризика путем реосигурања као и кредитна способност реосигураваача.

По Упутству о начину утврђивања маргине солвентности у Црној Гори<sup>20</sup>, маргина солвентности увијек мора бити мања од гарантне резерве, а уколико су добијени износи мањи од прописаног износа основног капитала, за маргину солвентности се узима износ основног капитала. По истом Упутству, маргина солвентности у Црној Гори се израчунава по правилима дефинисаним Директивом ЕУ из 1973. године. Другим ријечима: маргина солвентности у Црној Гори је знатно нижа у односу на земље ЕУ, јер основа за обрачун са премијском основом износи 10 милиона €, односно 7 милиона € код обрачуна индекса штета.

Црна Гора, као и остале земље у региону (Србија, Хрватска, БИХ и Македонија) налазе се у различитим фазама реформи и биће приморане да имплементирају многе законске прописе како би се приближиле ЕУ. Због лошег стања у привреди, солвентност многих осигураваача довешће се у питање. Из тих разлога, реформи се мора приступити постепено, а осигуравајућим компанијама које испуњавају основне захтјеве треба дати времена за прилагођавање новим законским решењима.

Недостаци тренутне регулације солвентности осигуравајућих компанија у ЕУ, базиране на моделу „Солвентност I”, односе се на недовољну анализу

<sup>18</sup> Swiss Re, часопис SIGMA. Solvency II: an integrated risk approach for European insurers. No. 4/2006.

<sup>19</sup> Report of European Commission, Internal market and services DG, MARKT/2507/ 05, Brusells

<sup>20</sup> Упутство о начину утврђивања висине маргине солвентности. „Службени лист РЦГ”, број 78/06.

ризика емитовања ХОВ као и инвестиционог ризика што проузрокује неадекватно утврђивање економске вриједности активе и пасиве осигуравајућих компанија. Из тог разлога, Европска унија је 2001. године лансирала пројекат „Солвентност II” и то прије наведених промјена у оквиру пројекта „Солвентност I”. Тада је усаглашено да је неопходно спроводити темељнији преглед укупне финансијске позиције осигуравајућих компанија, укључујући техничке резерве (неживотно осигурање), реосигурање, ризик инвестирања (ризик имовине), методе обрачуна маргине солвентности, менаџмент имовине и обавеза (АЛМ) и рачуноводствени систем компаније.

Неке од карактеристика пројекта „Солвентност II” су<sup>21</sup>:

- Модел ће инсистирати на принципима, а не на детаљним правилима;
- Обрачун солвентности ће се базирати на тржишно конзистентним вриједносним параметрима;
- Потреба да се експлицитно квантификује узајамна зависност ризика ће подстицајно дјеловати на осигураваче да користе сопствене методе којима ће мјерити ризик;
- Пројекат ће се ослањати на три стуба Базел модела, који садржи квантитативне захтјеве (правила за финансијске изворе), квалитативне захтјеве (правила која се односе на процес супервизије и менаџмент ризиком), као дисциплину објелодањивања података, транспарентност и извјештавање.

Од новог модела се генерално очекује да, на основу обрачуна имовине и обавеза по тржишној основи и формирању резерви за инвестиционе ризике, пружи много јаснију слику солвентности осигуравача. Такође, утврђивање капитала изложеног ризику (*risk based capital*), који је повезан са ризицима осигурања и инвестирања, може довести до повећања цијена и/или промјена у самом дизајнирању производа осигурања. Усљед промјена инвестиционих ризика очекује се да ће осигуравачи смањити своју наклоност ка тржишту акција, што ће ослабити утицај промјена тржишта акција на компаније неживотног осигурања, а што ће даље ублажити нестабилност цијена производа осигурања. Надзорни органи ће много озбиљније третирати инструменте трансфера ризика (реосигурање, хеџинг и др.), чиме ће се промовисати употреба иновативних инструмената менаџмента ризиком. Правило тржишно конзистентног обрачуна резерви ће повећати транспарентност компанија и довести до бољег разумијевања резерви, као и подеснијег резервисања новчаних средстава у циљу суочавања са ризицима.

Друштва у ЕУ су започела припреме за имплементацију директиве „Солвентност II”, док је Европска комисија путем квантитативних студија ути-

<sup>21</sup> Swiss Re, часопис SIGMA. Solvency II: an integrated risk approach for European insurers. No. 4/2006.

цаја, тестирала утицај појединих одредби и мјера спровођења Директиве на пословање друштва у ЕУ. „Солвентност II” је фактички наставак иновације регулативе која је започета увођењем правила за мјерење капиталних захтјева банака („Базел II”). „Базел II” и „Солвентност II” се заснивају на тростубном приступу, обухватајући квалитативна и квантитативна правила, као и тржишни принцип пословања. Другим ријечима: „Солвентност II” обухвата тзв. три пилара (стуба).

Захтјеви за капиталом у оквиру првог стуба солвентности доприносе његовој ефикаснијој алокацији због самог приступа ризику пословања. Први стуб обезбјеђује адекватно вредновање имовине и обавеза осигуравача, тј. омогућава израчунавање техничке резерве и одређивање минималног и солвентног капитала.

Правила за вредновање техничких резерви представљају централну компоненту првог стуба. „Солвентност II” тежи хармонизацији метода за обрачун техничких резерви и њихове подударности са иновацијама у оквиру Међународних стандарда финансијског извјештавања (IFRS). Препорука је да се обрачун обавеза у осигурању базира на очекиваној садашњој вриједности будућих новчаних токова, тј. на тзв. „најбољој процјени”, укључујући и утврђивање експлицитне ризичне маргине капитала. Техничке резерве фактички би биле једнаке збиру износа добијеног методом најбоље процјене и маргине за ризике. Ове износе треба посматрати одвојено, осим у ситуацији када је могуће пронаћи финансијски инструмент који би одсликао очекиване будуће износе обавеза. Другим ријечима: тада би фер вриједност техничких резерви била једнака тржишној вриједности, па не би било потребно одвојено формирати маргину за ризике.<sup>22</sup> Када на тржишту није могуће пронаћи адекватан репрезентативни инструмент, тада је најбоља процјена техничких резерви једнака садашњој вриједности будућих обавеза која се добија коришћењем безризичне каматне стопе<sup>23</sup>. У обрачун техничких резерви неопходно је укључити и очекивану стопу инфлације, трошкове спровођења осигурања, као и сва права осигураника која произилазе из самог уговора о осигурању (учешће у добити и друге врсте бонуса). С обзиром да је најбоља процјена техничких резерви заснована на прогнозама, могућа су одступања стварних од очекиваних вриједности, што ствара потребу формирања маргине за ризике. Маргина за ризике је фактички вид сигурности да ће техничке резерве бити довољне за измирење будућих обавеза.

<sup>22</sup> Увод у *Солвентност II*. Београд: Сектор за послове надзора над обављањем дјелатности осигурања, јул 2008.

<sup>23</sup> Безризична каматна стопа је теоријски концепт, чији је најбољи репрезент у пракси каматна стопа на краткорочне државне обвезнице, услед мале вјероватноће остварења губитка од инвестирања у сигурне облике имовине какве су државне обвезнице.

Увођење тржишно конзистентног вредновања имовине<sup>24</sup> и најбоље процјене обавеза, једна је од основних разлика пројекта „Солвентност I” и „Солвентност II” која ће довести до знатног утицаја на коначан резултат у калкулацији солвентности. Сходно тржишно конзистентној процјени имовине и обавеза, предочавају се два нивоа капиталних захтјева:

1. Минимални капитални захтјеви (*MCR - Minimum Capital Requirements*) који указују на износ капитала испод којег је исплата обавеза из осигурања неизвјесна, тј. на границу капитала испод којег се ризик за осигурање сматра неприхватљивим. Другим ријечима: то је онај минимални износ капитала који може послужити за покриће очекиваних обавеза из осигурања. Ако је расположиви капитал испод MCR, ултимативна акција супервизора треба да буде спроведена. MCR треба да буде једноставна и објективна мјера солвентности. Комитет европских супервизора осигурања и пензијских планова (CEIOPS) предлаже да се MCR израчунава на бази приступа једноставне формуле, док је један од предлога Комисије да се износ минималног капитала креће у распону 20-50% захтијеваног солвентног капитала (SCR)<sup>25</sup>.
2. Захтјеви за солвентним капиталом (*SCR - Solvency Capital Requirement*) треба да обезбиједи ниво капитала који омогућава компанији да апсорбује све непредвидиве штете и који пружа адекватну сигурност осигураницима да ће плаћања бити извршена по доспијећу обавеза. Овај капитал треба да укаже на онај износ неопходних средстава који ће задовољити све обавезе у току дефинисаног временског периода. Мјерљиви ризици којима је изложена осигуравајућа компанија (ризик осигурања, инвестирања, кредитни ризик, оперативни ризик и ризик ликвидности) треба да буду укључени у обрачун солвентног капитала. Другим ријечима: док MCR представља минимални захтјев за капиталом, SCR се може дефинисати као највиши захтјев за капиталом који треба да покрије ризике. Захтијевани солвентни капитал може се утврдити примјеном стандардног приступа ризику (стандардна формула), или интерним моделом мјерења ризика осигуравача, који мора претходно бити одобрен од стране надзорног органа. Могућност примјене интерног модела процјене треба да омогући осигуравачу да обрачуна свој солвентни капитал на начин који рефлектује његов актуелни ризико профил.

Поред солвентног (SCR) и минималног (MCR) капитала, осигуравајућа компанија има и друге сопствене изворе финансирања (OF - own funds), при чему да мора да важи релација:

<sup>24</sup> Вриједност имовине треба да буде једнака износу за који се она може продати учесницима на тржишту (концепт фер тржишне вриједности).

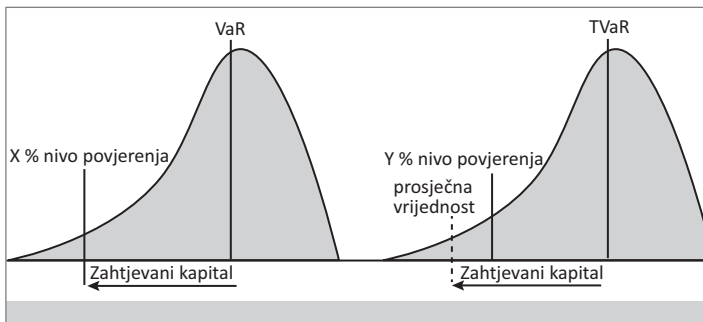
<sup>25</sup> *Solvency II Directive*. European Committee, Third Quarter Update 2008.

OF>SCR> MCR<sup>26</sup>

Да би се израчунао солвентни капитал, мјера ризика и ниво повјерења морају бити дефинисани. Мјера ризика је функција која одређује износ капитала према дистрибуцији економских штета и профита. Уопштено, ризик можемо дефинисати као могућу девијацију, тј. одступање од наших очекивања. Преовлађујући приступ мјерењу ризика у регулацији солвентности осигуравајућих компанија јесте VaR приступ (*Value at risk approach*). Поред стандардног приступа, тј. VaR мјере ризика, све више се сугерише употреба мјере очекиваног губитка, тј. мјере ризика која се назива TVaR (*Tail valued at risk*). Сваку мјеру ризика можемо дефинисати као нумерички индикатор који служи утврђивању неопходног капитала за одређивање маргине солвентности осигуравајућих компанија. TVaR је мјера ризика која боље одговара осигурању, за разлику од VaR-а, мјере ризика учестало примјениве у банкарству.

VaR мјери вриједност захтијеваног капитала, тј. утврђује праг капитала, преко чије вриједности губици не би требали прећи за одређени ниво повјерења, нпр у 99% случајева. Другим ријечима, мјери се капитал који одговара максимално могућим губицима у 99% случајева. Мјеру ризика  $VaR_{1\%}$  можемо дефинисати и као могућност превазилажења негативних исхода у 99% случајева, тј. онај праг капитала који се пробија са веома малом вјероватноћом од 1%. TVaR представља очекивану, тј. просјечну вриједност губитка, уколико дође до пробијања прага капитала израчунаог мјером VaR.  $TVaR_{1\%}$  је много рестриктивнија мјера, јер у односу на VaR, указује на додатне могуће губитке у условима под којим се пробија специфицирани праг капитала. Разлике између мјера ризика VaR и TVaR приказане су на следећем графикону<sup>27</sup>:

Графикон 1. Мјере ризика VaR и TVaR



<sup>26</sup> Proosal for a Directive of the European Parliament on the taking up and pursuit of the business of the insurance and reinsurance, Solvency II. Commission of the European Communities, Brussels, February 2008.

<sup>27</sup> Solvency Assesment Models Compared. Grounfwork for the Solvency II project, CEA and Mercer Oliver Wyman, 2005.

CEIOPS строго препоручује TVaR мјеру за сврхе супервизије и осјетљиво мјерење ризика и наглашава да је у зависности од карактеристика ризичног портфолија, могуће VaR мјеру подесити тако да указује на приближно исти степен опрезности као и концепт TVaR-а. Као радну хипотезу, CEIOPS посматра VaR за ниво повјерења од 99,5%, тј. ниво који је еквивалентан са 0,5% вјероватноће финансијске пропасти (*ruin probability*) и специфицира временски хоризонт од једне године као основу за утврђивање захтијеваног солвентног капитала.

Графикон 2. Квантилитативни захтијеви, Стуб I, пројекат „Солвентност II”



Такође, један од предлога CEIOPS-а је да имовина, коју би требала посједовати осигуравајућа компанија у циљу обезбјеђења сигурности, приноса и бољег маркетинга инвестиција, треба да омогући покриће техничке резерве, захтијеваног минималног и захтијеваног солвентног капитала, на шта указује и графикон бр.2.

Други стуб Директиве „Солвентност II” указује на принципе дјеловања надзорних органа, интерну контролу и „риск менаџмент” компаније. Дакле, циљ другог стуба је омогућавање хармонизације надзорних процеса на нивоу ЕУ, тј. координације права и обавеза надзорних органа. Кључни елементи другог стуба су контрола интерних модела ризика, употреба „стрес” тестова и квалитет процеса управљања у циљу смањења ризика, при чему „стрес” тестови служе као специјална врста анализе сценарија за утврђивање потенцијалног губитка портфолија током периода екстремних флукуација на тржишту.



Трећим стубом тежи се изградњи транспарентности и отворености компанија како би се појачали тржишни механизми и супервизија. Циљ овог стуба је стварање сложене слике о ризицима са којима се суочавају осигуравајуће компаније, што је свакако од велике важности за осигуранике, инвеститоре, рејтинг агенције, али и за остале заинтересоване привредне субјекте. Правилима трећег стуба од осигуравајућих компанија ће се тражити да јавно објелодањују одређене податке са циљем јачања тржишне дисциплине пословања, а што свакако представља и посебну подршку стабилности укупног финансијског сектора.

#### **4. Перспектива црногорских осигураваача на европском тржишту**

Осигуравајуће компаније слабијег финансијског капацитета на црногорском тржишту оправдано страхују да ће интеграција и глобализација угрозити њихову конкурентску позицију. Овакве тврдње генерално имају оправдања уколико се ради о изазовном тржишту за нове конкуренте, односно тржишту које подразумева убрзани привредни раст, повећање животног стандарда и вриједности осигуране имовине, односно тржишту на којем ће доћи до повећања потреба за осигурањем и реосигурањем, као и тржишту на којем се наставља процес трансформације и приватизације сектора осигурања. Важно је нагласити да је учешће страног капитала на тржишту осигурања Црне Горе преко 80%, да тренутно послује 12 осигуравајућих компанија, те да се у неком наредном периоду реално не може очекивати значајнији раст, нити животног стандарда, нити потреба за осигурањем и реосигурањем.

У савременим условима пословања, свака осигуравајућа компанија мора настојати да доноси одлуке које је позиционирају на тржишту на начин да се максимизирају користи и минимизирају ризици изазова глобализације. Ради обезбјеђења будућих интеграција и даљег просперитета тржишта осигурања, неопходно је извршити значајне промјене, од којих су најважније: а) раст и развој финансијског тржишта, б) либерализација тржишта, ц) јачање техничког капацитета који ће бити довољан за преузимање великих ризика, д) унапређење професионализма и регулације, е) увођење софистицираних производа осигурања, ф) едукација грађана и сл.

Посматрајући осигуравајуће куће на црногорском тржишту, али и шире у региону, јасно се може закључити да су услуге које се пружају веома сличне. Ривалитет који постоји међу компанијама углавном се анализира кроз интензитет конкурентског понашања (који се огледа у цјеновној конкуренцији), иновације производа осигурања, рекламирање, као и друге промотивне кампање. Другим ријечима: највише пажње се посвећује на само

одржавање тржишне позиције. Међутим, интеграција у европско тржиште подразумева различите конкуренте и околности, по којима све већу улогу имају компаније које уважавају потребе осигураника, имају значајну инвестициону улогу на финансијском тржишту, као и оне компаније које имају изграђене конкурентске предности.

Иако се због релативне засићености тржишта, саме величине тржишта, као и општих привредних услова у Црној Гори не може очекивати велико интересовање иностраних компанија за улазак на црногорско тржиште, а тиме ни значајнији негативни ефекти на пословање и конкурентност постојећих црногорских компанија, важно је нагласити да ће се уласком Црне Горе у ЕУ омогућити прије свега ефикаснија контрола над вођењем послова осигурања, обезбјеђење минималних стандарда пословања<sup>28</sup>, боља заштита осигураника, као и ефикасније и продуктивније пословање осигураваача.

Изазови који у домену регулативе стоје пред Црном Гором односе се, прије свега, на потпуно усклађивање прописа са директивама „Солвентности I”, али и на припрему увођења концепта „Солвентности II”, тј. усвајање нових подзаконских аката којима ће се сегмент осигурања у потпуности уредити. Новим прописима знатно ће се повећати солвентност осигуравајућих компанија у Црној Гори, али и довести у питање опстанак финансијски слабијих осигураваача. Свакако, основ за примјену нове директиве солвентности у Црној Гори јесте обезбјеђење едукованог кадра који ће стручно подржати имплементацију нове регулативе сектора осигурања. Овај кадар мора бити способан да испратити све савремене трендове и то не само из области осигурања и актуарства, већ и из информационих технологија, ревизије, рачуноводства и др. С обзиром на комплексност и сложеност ЕУ регулативе солвентности, краткорочни приоритет црногорског тржишта осигурања преваходно треба да буде подизање академске свијести о значају образовања и улоге овлашћених актуара.

Осигуравајуће компаније у Црној Гори биће у обавези да обрачун солвентног капитала врше примјеном сопственог интерног модела, или примјеном стандардне формуле прописане директивом „Солвентност II”. Овакви захтјеви представљају озбиљан изазов за осигуравајуће компаније, које би у што краћем периоду требале да се посвете развоју сопствених интерних модела процјене ризика. Свака осигуравајућа компанија мора да елиминира одређене ризике, али такође и да управља свим задржаним ризицима.

Са циљем да се обезбиди адекватан менаџмент ризиком, за осигуравајућу компанију најважније је да примјени погодне и поуздане методе евалуације ризика а затим и контроле ризика. На бази оваквог приступа, ком-

<sup>28</sup> Поштовање капиталних и других захтјева, као и имплементација модела управљања ризиком, што налаже пројекат „Солвентност II”.

паније могу оцијенити утицај задржаних ризика на укупну солвентност. Пројена и контрола ризика су комплексни процеси које не би требало ограничавати законским процедурама. Држава, или независни регулаторни орган у осигурању, не може приступити детаљно ризику на начин на који то раде осигуравајуће компаније. Разлог је тај што нпр. Агенција за надзор осигурања, не може посједовати прецизне информације о природи сваког појединачног ризика којег преузима осигуравајућа компанија, као ни информације о међусобним односима, тј. утицајима свих преузетих ризика на дјелатност осигуравајућих компанија.

Може се очекивати да ће велике компаније уложити значајна средства у циљу развоја и коришћења квалитетних интерних модела процјене ризика, док ће средњи и мањи осигуравачи користити стандардну формулу за израчунавање солвентног капитала. Многа осигуравајућа друштва у Црној Гори су мала, па се очекује да ће таква друштва усвојити правила која им буде диктирало „сједиште групе”, гдје ће имплементација Директиве бити и најзначајније концентрисана.

Директива „Солвентност II” генерално подразумејева ригорознија правила солвентности, јер се поред корекције основе за обрачун маргине солвентности, узима у обзир и изложеност осигуравајуће компаније ризику, што значи да ће износ неопходног капитала за одржавање солвентности зависити од природе пословања саме осигуравајуће компаније. За адекватну имплементацију ове директиве, црногорски осигуравачи мораће узимати у обзир и текућа достигнућа у осигурању, менаџмент ризику, технике финансирања, међународно финансијско извјештавање и уважавати прецизне стандарде пословања.

## **5. Закључак**

Динамика промјена која је једна од главних карактеристика данашњице захтијева стална прилагођавања како би се опстало у тржишној игри. Привредни и технолошки развој који утиче на жеље и захтјеве осигураника представља изазов за све учеснике на тржишту осигурања. Сходно томе, за очекивати је да ће се црногорско тржиште осигурања мијењати и прилагођавати промјенама које су саставни дио савременог тржишта.

Приближавањем и евентуалним укључивањем у европски привредни простор, тржиште осигуравајућих услуга постаће конкурентније, што ће имати негативне импликације на опстанак и развој мањих, односно финансијски слабијих осигуравајућих компанија. Поштовање европских начела слободе оснивања и пружања услуга зависиће од евентуалних административних препрека које може прописати Агенција за надзор осигурања Црне

Горе. Улазак Црне Горе у ЕУ не би требао да доведе до значајнијих промјена у конкурентском положају лидерских компанија, како због чињенице да је тржиште приватизовано и презасићено, тако и због очекиваних економских користи које јаки европски конкуренти тешко могу остварити у тренутним, али и будућим (средњорочно посматрано) црногорским привредним околностима.

Солвентност осигуравајуће компаније представља најважнији показатељ њене сигурности, стабилности и атрактивности за будуће осигуранике. Постоји више разлога за контролу солвентности осигуравајућих компанија. Наплатом премија, осигуравајућа компанија преузима обавезу да плаћа штете које ће настати у периоду трајања уговора о осигурању. Финансијска снага осигуравајућих компанија мора бити контролисана у циљу избјегавања ситуације у којој компанија не би располагала довољним новчаним средствима за исплату будућих штета, односно за покриће преузетих ризика. Контрола солвентности је такође важна и за самог корисника осигурања. Неисплаћивањем штете или осигуране суме код животног осигурања, знатно се може угрозити егзистенција корисника осигурања. Несолвентност осигуравајућих компанија може довести до њеног стечаја или ликвидације, тј. гашења, што има негативне импликације на кориснике осигурања, запослене, државни буџет (кроз наплату пореза), односно генерално на привреду једне земље.

Иако су многа истраживања показала да већина осигуравајућих компанија из земаља окружења још увијек није у потпуности спремна у испуњењу захтјева директиве „Солвентност II”, не смију се занемарити њене глобалне предности, које се огледају у ефикаснијој употреби капитала, прецизнијој одговорности субјеката пословања, као и јачању укупног финансијског система земље. Из тог разлога, цјелокупан црногорски сектор осигурања свакако мора детаљније и значајније приступити припремама, јер се једино на тај начин могу створити предуслови за будућу успјешну имплементацију пројекта „Солвентност II” у Црној Гори.

## Литература

1. Commission of the European Communities. *Proposal for a Directive of the European Parliament on the taking up and pursuit of the business of the insurance and reinsurance, Solvency II*. Brussels, February 2008.
2. Groundwork for the Solvency II project. *Solvency Assessment Models Compared*. CEA and Mercer Oliver Wyman, 2005.
3. Пак, Ј. *Право осигурања*. Београд: Универзитет Сингидунум, 2011.

4. Кришто, Ј. Solvency II – основе и захтјеви пете квантитативне студије. *Осигурање: хрватски часопис за теорију и праксу осигурања*, број 9, 2010.
5. Нововић, М. *Управљање имовином и обавезама осигуравајућих компанија у функцији заштите од ризика капацитетне стоје: докторска дисертација*. Подгорица: УЦГ, 2010.
6. Нововић, М., Пурић, Р. *Импликације интеграционих процеса на конкурентност са посебним освртом на тржиште осигурања у Црној Гори*. Сарајево: СОРС, 2011.
7. Milward, В. *Globalization? Internationalisation and Monopoly Capitalism: Historical Processes and Capitalist Dynamism*. Edward Elgar Publishing, 2003.
8. Report of European Commission, Internal market and services DG, MARKT/2507/ 05, Brusells
9. Sigma, Swiss Re. *Solvency II: an integrated risk approach for European insurers*. No.04/2006
10. *Увод у Солвенцију II*. Београд: Сектор за послове надзора над обављањем дјелатности осигурања, јул 2008.
11. <http://www.ano.me>;
12. <http://ec.europa.eu>



*Драган Микеревих<sup>1</sup>*

## **Шансе и замке факторинга у санирању неликвидности предузећа и привреде**

## **Opportunities and pitfalls of factoring in relieving insolvent companies and the economy**

### **Резиме**

*Повећана конкуренција на тржиштима, као и последице глобалне кризе ставиле су добављаче у позицију да својим кlijцима одобравају све дуже рокове плаћања. Поред пролонгирања рокова плаћања кlijци не успјевају да их изврше што изазива код многих правних лица неликвидност. Факторинг као специфичан и алтернативни облик финансирања је једно од рјешења тој проблемима који пружа могућност продаје и оштривања специјализованог финансијског институцији-фактору.*

*При коришћењу факторинга треба имати у виду све његове предности али и недостатке. Неопходно је анализирати трошкове факторинга и одлучити се да ли ићи не у овај аранжман.*

**Кључне рјечи:** Факторинг, фактор, комисионери, финансирање, трошкови факторинга, отворени и скривени факторинг, прави и квазиправи факторинг, факторинг са правом и без права рејреса, домаћи и међународни факторинг, клириншке банке.

### **Summary**

*Increased competition on the market, as well as the effects of the global crisis put the vendors in a position to grant all their customers longer payment terms. Even*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, dragan.mikerevic@efbl.org

*with the extending of terms for payments, customers are not able to carry them out causing the insolvency of many legal entities. Factoring as a specific and alternative form of financing is one of the solutions to this problem that provides the ability to sell receivables to specialized financial institution-factor.*

*When using factoring, all of its advantages and disadvantages have to be taken into consideration. It is necessary to analyze the cost of factoring and decide whether to proceed or not with this arrangement.*

**Key words:** *factoring, factor, customer, financing, cost of factoring, open and hidden factoring, real and so-called factoring, factoring with and without recourse, domestic and international factoring, clearing banks.*

## Увод

Повећана конкурентност и све „оштрији” тржишни услови пословања довели су до даљег погоршања услова плаћања између добављача и купаца. Купци све чешће не успијевају извршити своје обавезе према добављачима у уговореним роковима, што узрокује немогућност подмирења њихових обавеза изазивајући тиме неликвидност привреде у цјелини.

Факторинг као један од специфичних (алтернативних) облика финансирања може дијелом ублажити овај проблем. Ријеч је о могућности продаје потраживања које добављач има од купца (дужника) некој од специјализованих финансијских институција – фактору. Улогу фактора (факторинг фирме) може обављати пословна банка, осигуравајућа кућа, берза и друге консалтинг фирме и клириншке куће. Његова основна активност односи се на наплату на њега пренијетих, тј. од комитента (клијента) цедираних потраживања. Дакле, фактор тиме прихвата обавезу према комитенту да у односу на примљену фактуру (или више њих) у тачно предвиђеним роковима изврши плаћање у одређеном проценту или у цијелости.

У раду ћемо се бавити питањима дефинисања факторинга, врстама, трошковима, дилемама, те предностима и недостацима за предузеће (комитента, клијента) и банкарску индустрију (фактора).

## 1. Појам, значај и функционисање факторинга

Зависно с које временске дистанце се ово питање третирало (у доба пре-историјских држава – Вавилона и старог Рима, периода колонијалних освајања или новијег датума), постоји неколико различитих дефиниција уговора о факторингу. Дакле, дефиниција уговора о факторингу у различитим земљама зависи од правног концепта, културе пословања, комерцијално-финансијских потреба одређеног тржишта и слично. Институт за



унификацију приватног права (UNIDROIT) из Рима именовано је још 1988. године групу свјетских експерата да предложи правну регулативу о факторингу, па и његову дефиницију. Под факторингом се подразумијева аранжман између фактора и његовог комитента, који укључује најмање двије од следећих услуга које обезбјеђује фактор: финансирање, одржавање рачуна, наплате дугова и заштите од кредитних ризика.<sup>2</sup>

Факторинг потиче од енглеске ријечи *factor*, која има неколико значења: *аџент*, *комисионар*, *посредник*. Уговор о факторингу се развио у 19. вијеку у англосаксонској трговинској пракси.<sup>3</sup> Наиме, тада су енглески извозници продавали робу у Америци преко агената на бази комисионог посла. Временом су се ови агенти почели бавити испитивањем кредитне способности купаца и обављањем низа административних послова за рачун свог енглеског клијента, па и наплатом потраживања од купаца. Тако су ти агенти постали факторинзи, односно специјализоване организације за факторинг послове које су касније прихватиле и неке банке. У европским земљама факторинг се почео развијати шездесетих година прошлог вијека, при чему је годишњи раст факторинг послова 15 до 20%.<sup>4</sup> Данас је у западном свијету развијена веома разуђена мрежа факторинг фирми које се често повезују у мултинационалне компаније за факторинг укључујући се у банке, осигуравајућа друштва и друге финансијске организације. Предузећа, било мала, средња или велика, у свијету савремених финансија све чешће користе факторинг као начин задовољавања својих финансијских потреба насталих као посљедица повећања продаје и по том основу повећања салда на рачун – *Поштраживање од купаца*.

Од 1984. до 1995. годишњи промет у факторинг фирмама у Великој Британији повећао се са 4,4 на 30,4 милијарде фунти. У тој земљи постоји 46 фирми које се баве пружањем факторинг услуга са око 15.000 клијената чији се појединачни промет креће од 50.000 до 15 милиона фунти. Најважније факторинг фирме су филијале клириншких банака: International Factors (Lloyds), Riffin Factors (Midland), Lombard (Notwest) и Alex Lawrie (Lloyds).<sup>5</sup>

Факторирање је продаја краткорочних потраживања од купаца фактору или факторинг фирми. У пословној пракси факторинг омогућава предузећу рјешавање проблема прибављања готовине у роковима краћим од рока доспијећа потраживања рјешавајући проблем ликвидности, пренос

<sup>2</sup> Bjorn Birgitte, *Factoring: A Comparative Analysis*, DJOF Publishing, Copenhagen, 1995, стр. 32–37.

<sup>3</sup> Има и другачијих мишљења о почетку и развоју факторинга. Видјети о томе: Проф. др Божидар Павићевић: *Уговори о лизингу, франшизингу, факторингу и форфейтингу*, Агенција „Intellect”, Београд, 1990, стр. 36.

<sup>4</sup> Проф. др Божидар Павићевић: цитирани опус, стр. 37.

<sup>5</sup> Glen Arnold: *Corporate Financial Management*, Financial Times Professional Limited, London, 1998, стр. 516.

активности на банку у вези с наплатом потраживања и уколико је ријеч о факторингу без права на регрес и пренос кредитног ризика. Ове користи представљају, заправо, и мотиве предузећа да закључе уговор о факторингу. У најелементарнијем смислу, суштина факторинга своди се на то да предузеће прода своја краткорочна потраживања одмах након фактурисања у цијелости или дјелимично факторинг фирми и након тога може одмах или накнадно добити потребну готовину.

Факторинг фирма уз накнаду (провизију од 1 до 3%) откупљује потраживања прије истека рока плаћања, преузима послове наплате, опомињања, књиговодствене послове и послове ризика наплате потраживања. На средства исплаћена прије наплате потраживања зарачунава камату, тако да су накнада и камата мотиви банке (фактор фирме) за улазак у уговор о факторингу.

Уговор о куповини потраживања је склопљен када фактор прихвати понуду комитента. Пренос потраживања између комитента и фактора обавља се цесијом. Цесија<sup>6</sup> је уговор између комитента као цедента и фактора као цесионара којим се потраживање преноси са садашњег повјериоца (комитента) на фактора као новог повјериоца.

Предности факторирања потраживања за предузећа су што се тиме:

- а) убрзава прилив новца и олакшава ликвидност,
- б) смањују трошкови наплате потраживања,
- в) преноси ризик наплате потраживања на факторинг фирму.

Продајом потраживања прије рока наплате ослобађа се готовина везана у потраживањима која се може употријебити за финансирање других пословних активности у предузећу. Тиме се смањује просјечно стање краткорочних потраживања, њихов број дана везивања, што повећава коефицијент обртаја потраживања од купаца и позитивно дјелује на ликвидност предузећа и индиректно на рентабилност. На овај начин предузеће се штити и од валутног ризика што има посебан значај у пословима са иностранством. Највећи недостатак факторирања је што је то скуп начин финансирања и омогућује само текуће финансирање. Обично се предузећа одлучују на овај вид финансирања када:

- а) не могу на други начин обезбиједити потребну готовину,
- б) продају робу на кредит,
- в) треба да наплате извезену робу.

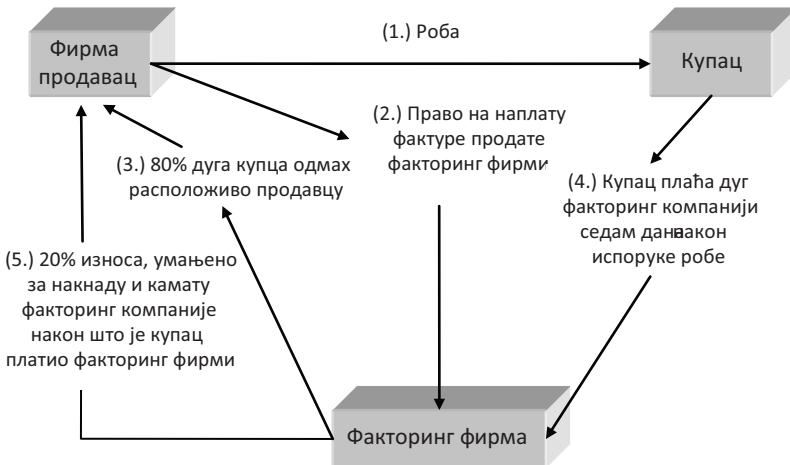
У основи, факторинг фирме пружају три врсте услуга предузећима са ненаплаћеним потраживањима:

- финансирање,

<sup>6</sup> Видјети: Сениша Радоњић, мастер ек. „Цесије, преузимање обавеза и асигнација као облик обрачунског плаћања у Републици Српској”, Финрар, 10/12.

- осигурање наплате,
- управљање потраживањима,  
од којих је најважнији тренутни трансфер новца.

Прва функција факторинга је финансирање. Тако, рецимо, предузеће са годишњим прометом (реализацијом) од пет милиона може имати потраживања од купаца у износу од милион или 20%. Овако велико потраживање објективно може створити проблем ликвидности предузећа које иначе добро послује. Тада на сцену могу ступити факторинг фирме које обезбјеђују новац за одржавање залиха, плаћање обавеза и генерално доприносе профитабилности и расту предузећа. У том случају, факторинг фирма исплаћује клијенту до 80% вриједности фактуре. Преосталих 20% по одбитку трошкова фактурисања, факторинг фирма исплаћује клијенту када се фактура наплати од купца. Наравно, за унапријед исплаћен износ новца зарачунаће накнаду и камату. Трошкови обично варирају од клијента до клијента у зависности од обима продаје, врсте дјелатности и просјечне вриједности фактуре. На примјер, у факторинг фирми Алекс Лори (Alex Lawrie) трошкови факторинга су већи од 2 до 3%<sup>7</sup> у односу на текућу каматну стопу, плус трошкови обраде (административна накнада) који просјечно износе 1,2%.<sup>8</sup> По овим стопама фактор зарачунава камату за унапријед уплаћена средства комитенту. Уколико комитент своја средства не повуче и задржи их на рачуну, фактор ће на тај износ обрачунати и платити текућу камату. Овдје ћемо илустровати фазе типичне факторинг трансакције.<sup>9</sup>



Слика 1. Фазе факторинга

<sup>7</sup> Трошкови иностраног факторинга у зависности од начина плаћања и земље дужника су већи за око 0,25 до 0,35% него у промету на домаћем тржишту.

<sup>8</sup> Ibidem, стр. 516.

<sup>9</sup> Ibidem, стр. 516.

У првој фази роба се испоручује купцу коме се шаље и фактура. У другој фази продавац продаје факторинг компанији право на фактурисани износ за, рецимо, 80% номиналне вриједности. У трећој фази, неколико недеља касније, купац плаћа фактуру факторинг компанији. На крају факторинг фирма преноси преосталих 20% продавцу, наравно умањених за камату и накнаде.

У наредном примјеру показаћемо на који начин факторинг фирма израчунава износ који ће бити унапријед плаћен.

**Износ који одобрава факторинг фирма:** Произвођачка фирма има неплаћених фактура у износу од 1.000.000 КМ. Од тога 40.000 КМ су стара потраживања која факторинг фирма не узима у разматрање, 60.000 КМ се одбија због тога што су лошег квалитета, а 30.000 КМ је предмет спора између продавца и купца. Факторинг компанија је спремна да исплати 80% задовољавајућих фактура.

Укупне фактуре		1.000.000
Минус стари дугови	40.000	
Неодобрени дугови	60.000	
Сумњиви дугови	30.000	
		(130.000)
		870.000

Износ који је факторинг фирма спремна одмах да обезбиди клијенту је 80% од 870.000, односно 696.000 (69,9% укупне вриједности свих фактура). Факторинг фирме веома често одбијају комитенте (клијенте) као неодговарајуће за њихове услуге. При томе оне траже „чисте и незаложене дугове”, тако да би могле бити релативно сигурне да ће плаћање фактуре заиста бити извршено. Уз то настоје да буду упознате с пословањем купаца и да буду задовољне компетентношћу њиховог менаџмента, а то обезбјеђују на бази релевантних информација о бонитету клијента и њихових купаца.

Факторинг фирма за поједине комитенте може да одреди и *факторинг лимит*. При томе узима у обзир планирану продају за текућу годину с купцем (дужником) и остварен број плаћања купца. Тако, рецимо, ако комитент остварује са својим купцем промет од 1.000.000 КМ с роком плаћања од 90 дана, факторинг лимит би се израчунавао на следећи начин:

- (1) Коефицијент обрта потраживања  $(360 / 90 = 4)$   
 (2) Факторинг лимит  $1.000.000 / 4 = 250.000 \text{ КМ}$

Износ од 250.000 КМ је довољан факторинг лимит како би факторинг фирма омогућила комитенту финансирање продаје у износу од 1.000.000 КМ с роком плаћања 90 дана.

Друга важна функција факторинга је **осигурање наплате (del credere)**, при чему треба разликовати **прави** од **квазиправог** факторинга.

- Код **правог факторинга** фактор сноси ризик наплате потраживања од дужника. Поред осигурања наплате прави факторинг садржи и пружање осталих пропратних услуга, као што су евиденција и управљање укупним потраживањима, финансирање и одговорност за наплату. Наиме, компаније, нарочито младе, које се убрзано развијају често не желе додатне проблеме и трошкове око установљавања софистицираног рачуноводственог система који би се бавио књиговодственим евидентирањем и наплатом потраживања. Факторинг фирме, уз накнаду, преузимају и послове евидентирања продаје на кредит, провере кредитног бонитета купаца, доставе фактура, наплату закасњелих плаћања и осигуравања да ће дуг бити плаћен. Накнада за ове послове може изгледати висока, рецимо 100.000 н. ј. за фирму чији је промет пет милиона, али у том случају фирма неће имати трошкове административног апарата. Поред тога, факторинг компаније су искусне професионалне фирме за наплату дугова, које знају све трикове у трговини и стога обично могу ефикасније извршити наплату.
- Код **квазиправог факторинга** ризик наплате (кредитни ризик) остаје код комитента који се у том случају обавезује платити фактору износ авансираног (унапријед дозначеног) потраживања увећаног за уговорену накнаду ако дужник (купац) не испоштује своју обавезу у уговореном року.

**Трећа функција фактора је управљање потраживањима.** Постајући власником потраживања факторинг фирма прати наплату откупљених фактура (потраживања), обавјештава дужнике о измјенама уплатних рачуна, упозорава на доспијеће плаћања и покреће друге правне радње за заштиту интереса комитента, обрачунава камате и слично.

Дакле, прави факторинг посједује све три функције, а квазифакторинг се одликује једном или дједма функцијама. Услуге факторинг фирми, како смо истакли, нарочито много користе мала и средња<sup>10</sup>, али и нека велика предузећа. Уговором о факторингу може се уговорити да факторинг фирма прихвата:

- цесију потраживања свог комитента на факторинг фирму, при чему факторинг фирма исплаћује цедирана потраживања комитенту уз дисконт,

<sup>10</sup> Међутим, треба имати на уму да финансирање путем факторинга изазива значајне трошкове, тако да само она мала и средња предузећа која припадају групи брзорастућих компанија могу поднијети терет финансирања путем факторинга. Насупрот овоме, она мала и средња предузећа која имају скромну маржу добитка треба да пажљиво процјене користи и трошкове факторинга (Видјети: проф. др Ката Шкарић – Јовановић: Факторинг – финансијски, правни и рачуноводствени аспект, Финрар 8/08, стр. 9).

- наплату потраживања комитента у своје име и за његов рачун уз одобрење кредита комитенту,
- испитивање кредитног бонитета купаца комитента,
- маркетинг истраживања за рачун комитента,
- вођење књиговодства комитента.

Наравно, могу се уговорити и само неки од поменутих послова. Уговори су, у принципу, дугорочни (до десет година, на примјер), при чему факторинг фирма у принципу не прихвата мале уговоре јер јој само велики уговори омогућују да њене накнаде за учињене услуге буду релативно ниске и тиме курентне у односу на друге факторинг фирме.

## 2. Врсте факторинга

Поред правог и квазиправог факторинга у литератури се наводе сљедеће врсте факторинга, и то према:

- обавијештени купца (дужника) о постојању факторинга(2.1.),
- поријеклу настанка обавеза по факторингу(2.2.).

### 2.1. Отворени и скривени (неотворени) факторинг

*Отворени факторинг без права регреса* с пуним сетом услуга је уговор дугорочније природе гдје комитент прихвата да прода фактору своја потраживања када она настану, што се неријетко дефинише термином *огмах њо настанку*. Комитент путем фактуре информише купца робе да је то потраживање пренијето (продато) фактору и да плаћања иду према фактору.

На овај начин потраживања од великог броја купаца преносе се на фактора у једно потраживање од фактора. Тиме он има књиговодствено потраживање од једног лица, што му знатно поједностављује и појефтиније посао. Купљена потраживања фактор мора да исплати у року доспијећа и у условима немогућности купца да измири своју обавезу.

Факторинг посао знатно смањује комитенту књиговодствене евиденције, ангажовање на наплати потраживања од великог броја купаца, слање извода и опомена за наплате, правни поступак за наплату и концентрацију кредитног ризика на једно лице, тј. фактора. Све ово за комитента обавља фактор пошто је он и откупио потраживања. Већина фактора гарантује плаћање комитентима, **без права регреса**, на одређени утврђени датум од дана откупа потраживања. Овај период се често назива „**фиксни период доспијећа**”.

Када фактор ступи први пут у контакт с потенцијалним комитентима, он ће испитати просјечан број дана наплате потраживања од купаца, настојећи при томе да смањи тај период наплате. Имајући у виду да неки

купци плаћају раније а неки касније, корист за комитента је што ће добити на одређени утврђени датум прилив готовине од фактора и тиме може да планира своје токове готовине.

**Ойворени факторинг с њравом регреса** с пуним сетом услуга је такође дугорочни уговор гдје је ризик наплате потраживања од купца или кредитни ризик код комитента (произвођача, продавца, испоручиоца робе или услуге). У случају да не изврши наплату од купаца, фактор има право да се регресира од комитента за ненаплаћене износе. Обично је то у року 90 дана од дана доспијећа наплате од купаца. Код ове врсте факторинга комитент мора водити досије сваког потраживања и предузимати мјере за њихову наплату. Уз потраживања ненаплаћена у року 90 дана од дана њиховог доспијећа фактор има право и на наплату трошкова које је имао у вези с предузимањем мјера за наплату потраживања. У овим случајевима комитент може овластити фактора да настави све радње, укључујући и оне правне, за наплату потраживања на његов терет. У случају факторинга с **правом регреса** фактор не нуди *фиксни њериод доспијећа* за наплату потраживања, већ усклађује принцип наплате на бази плаћања када буду извршена од купаца. Тиме комитент нема гарантовани период наплате, као што је то случај са отвореним факторингом без права регреса.

**Скривени (неотворени) факторинг** са и без права на регрес настаје у случају када комитент не жели да уђе у аранжман отвореног факторинга, а жели пун сет услуга. То се превазилази формирањем посебног предузећа. Обично се практикује оснивање новог правног лица које ће бити под управом и власништвом фактора путем којег ће комитент примати наруџбине и слати фактуре на име тог предузећа. Сачињава се факторинг уговор између комитента и новоосноване фирме, којим се новооснована фирма обавезује да купи сву робу од комитента, а овај се обавезује да све фактуре издаје на име тог предузећа. Овим се заобилази сазнање купаца о ангажовању скривеног фактора. То ново предузеће купује власништво над робом и услугама као и потраживање по том основу. Оно ће водити евиденцију о потраживањима и водити бригу о њиховој уплати. Овај систем одржавања скривеног факторинга веома је скуп и примјењив је само у великим компанијама гдје велики обим трансакција може да поднесе додатне трошкове фактора за рад на овај начин.

## 2.2. Домаћи и међународни факторинг

Код *домаће факторинга* сва три учесника су из исте земље. Зависно од тога да ли фактор у цијелости преузима ризик наплате потраживања од комитента може се разликовати: домаћи факторинг с правом регреса и домаћи факторинг без права регреса.

Код домаћег факторинга *без њрава рејреса*, тј. код правог факторинга фактор преузима стопостотни номинални износ откупљеног потраживања и ризик наплате и при томе не захтијева инструменте осигурања наплате од комитента.

С друге стране, код домаћег факторинга *с њравом рејреса*, у случају да дужник (купац) не испуни своје обавезе, комитент који је уступио своја потраживања обавезује се платити фактору износ исплаћеног потраживања увећан за уговорену камату.<sup>11</sup>

*Међународни факторинг* постоји у случају када су комитент (произвођач, продавац, извозник) и купац робе или услуге у различитим земљама, гдје промет робе и услуга има карактер увозно-извозног посла. Учесници ове врсте факторинга у обавези су да примјењују конвенцију Уједињених нација о међународном факторингу из 2001. године.<sup>12</sup>

*Увозни факторинг* је финансијска услуга међународног факторинга која обезбјеђује предузетницима куповину робе или услуга из иностранства без банкарских гаранција, отварање документарних акредитива или авалираних мјеница. При коришћењу услуге увозног факторинга дужник (купац) купује робу или услуге од иностраних добављача са одгођеним плаћањем. При томе, умјесто плаћања у корист повјерилаца (добављача) у иностранству, дужник плаћа свој дуг факторинг фирми.

*Извозни факторинг* је финансијски посао код којег се обавља откуп потраживања између пословних субјеката из Босне и Херцеговине и иностранства. Овдје су присутна четири учесника:

- домаћи комитент који уступа потраживања,
- факторинг фирма,
- купац (дужник) у иностранству,
- кореспондентна факторинг фирма у земљи купца.

<sup>11</sup> Пренос потраживања од комитента на фактора није опорезив ПДВ-ом. Међутим, факторинг услуга (накнада, дисконтна стопа, камата плус сви административни трошкови око обраде уговора) коју фактор зарачунава комитенту је финансијска услуга која подлијеже опорезивању ПДВ-ом, ако је фактор у систему ПДВ-а. Наиме, Законом о ПДВ-у у Босни и Херцеговини прописано је тзв (члан 25.) функционално ослобађење финансијских услуга. То значи да су финансијске услуге ослобођене од плаћања ПДВ-а без обзира да ли их врши финансијска установа или било који други обвезник ПДВ-а (правно лице без обзира на облик организације, предузетници и физичка лица-обвезници ПДВ-а). Из финансијских услуга које су ослобођене од плаћања ПДВ-а, изузете су услуге факторинга. Дакле, факторинг је опорезив и када се њиме баве банке као и друга лица. Основица за обрачун ПДВ-а, у складу са ставом Управе за индиректно опорезивање БиХ, утврђује се у износу свих претходно наведених ставки или, уколико није тако уговорено, у износу разлике вриједности потраживања и износа датог за откуп истог.

<sup>12</sup> У децембру 2001. године Генерална скупштина Уједињених нација усвојила је конвенцију о преносу потраживања у међународној трговини.



Ризик је врло висок када компанија продаје робу у иностранству а нема осигурање за њену наплату. Тај ризик је већи и из других разлога:

- недовољно познавање кредитне способности и финансијске снаге инокупаца. Ове информације врло тешко је прибавити, али и када се прибаве, тешко их је дијагностиковати због различитог нивоа примјене МРС/МСФИ;
- када је комитент у стању да обезбиди информације о купцима, оне често нису благовремене пошто је комитент морао већ донијети одлуку о продаји робе на кредит;
- у случају извозних послова кредити се одобравају обично на дужи рок и тиме је кредитни ризик већи;
- без обзира на кредитну способност инокупца, кредитни ризик постоји по основу политичког ризика и уопште лоших привредних перформанси у земљи купца;
- извозник се излаже и валутном ризику.
- девизне контроле земље купаца могу да забране плаћања у страним валутама и тиме јој онемогуће извршење плаћања.

Усљед поменутих ризика с којима се срећу извозници, владе многих земаља основале су институције које осигуравају извознике од ризика немогућности наплате извезене робе или извршених услуга. Поред тога, извозницима се обезбјеђују и веома повољне шеме финансирања и давања гаранција у извозним пословима.

Из претходног је основано устврдити да факторинг индустрија обезбјеђује велике погодности извозницима: заштиту од кредитног ризика, вођење оперативних послова наплате и финансирања путем веома различитих метода.

Наравно, изложена класификација факторинг аранжмана није коначна јер је привредноправна пракса доста динамична и стално се обогаћује новим сазнањима, тако да се појављују и подваријанте наведене класификације: макрофакторинг, е-факторинг, реципрочни извозно-увозни факторинг, према револвинг начелу факторинг, и слично.

### 3. Трошкови факторинг аранжмана

Трошкови факторинга састоје се од накнаде и камате, зависно од предмета факторинга, тј. да ли је закључен уговор о факторингу са услугама или уговор са услугама и кредитирањем.

Факторинг накнада представља цијену услуге фактора за обављени откуп потраживања и преузимања ризика наплате, ако је у питању прави факторинг. Факторинг камата фактор зарачунава комитентима на износ

исплаћене аконтације која је утврђена уговором о факторингу (80%) од дана исплате аконтације до доспијећа уступљеног потраживања (30, 60, 90 или 120 дана). Висина каматне стопе зависи од кретања каматних стопа на дате краткорочне кредите. Наиме, потраживања од купаца често продају мала и средња предузећа којима се не исплати запошљавање нових радника и ангажовање посебног одјељења за наплату потраживања. С тим у вези, трошак факторирања потраживања зависи од:

- **структуре продаје:** обим послова у односу на број фактура и у односу на број купаца,
- **обима продаја:** обим послова реализован у земљи фактора или у иностранству или укупан обим продаја и просјечних износа продаје,
- **услова продаје:** у готову или уз есконт и остали кредитни услови у складу с бонитетом купаца,
- **основне услуге:** праћење пословања или не с гаранцијом кредитног ризика.<sup>13</sup>

Међутим, трошак факторирања зависи и од момента исплате готовине за продата потраживања:

- а) Ако предузеће добија новац одмах након продаје потраживања, а прије него што фактор наплати потраживање, предузеће плаћа провизију један до два одсто вриједности потраживања и редовну камату. На тај начин факторинг фирма даје предузећу краткорочни кредит до наплате потраживања.
- б) Уколико предузеће не захтијева новац прије наплате потраживања, тада плаћа само провизију на факторирана потраживања.
- в) Ако предузеће не троши новац и оставља га на коришћење фактору, након наплате потраживања плаћа само провизију, али од фактора који користи та средства наплаћује камату.

**ПРИМЈЕР: Трошак факторирања у условима када предузеће користи кредит прије најкавије потраживања.**

1. Предузеће је продало потраживање са роком доспијећа један мјесец без права на регрес	10.000
2. Провизија за факторирање 2%	200
3. Фактор одобрава на рачун предузећа (1–2)	9.800
4. Мјесечна каматна стопа на кредит	1,5%
5. Мјесечни трошак камата (9.800 x 0,015)	147
6. Стварни готовински кредит (3–5)	9.653
7. УКУПАН ТРОШАК ФАКТОРИРАЊА (2 + 5)	347

<sup>13</sup> K. F. Schafr, „Factoring un imsamble de prestations de services extrament attooyant” *Le Mios*, Jan-Feb 1988, стр. 188.

- |   |        |
|---|--------|
| 8. Стварни мјесечни трошак факторирања $347/9.653 \times 100$ | 3,60%  |
| 9. Стварни годишњи трошак факторирања (3,60 x 12 мјесеци)     | 43,20% |

Дакле, годишњи каматни трошак финансирања помоћу факторинг аранжмана је доста велик, преко 43 посто.

Друго, не мање важно питање је висина аконтативне исплате од фактора, која се уобичајено креће од 75 до 85 одсто номиналне вриједности потраживања. Према томе, фактор неријетко у уговор о факторингу настоји унијети клаузулу о обавезној резерви при чему задржава дио номиналне вриједности потраживања (до 10%). Ова клаузула је нарочито значајна ако фактор врши уплату на рачун комитента унапријед. На тај начин се он осигурава од губитака због враћене робе или накнадних попушта које мора да одобри. На ниво резерви утичу *донийтеј куйаца* и *рок досицијећа фактура*. У условима, рецимо, унапријед исплаћених 90.000 КМ комитенту од 100.000 КМ откупљених фактура резерве су 10% (10.000 КМ). При томе је веома важно унапријед укалкулисати и трошкове факторинга.

Пошто се обрачун по основу факторинга, по правилу, обавља мјесечно, претпоставимо да је фактор купио потраживања и начинио сљедећи обрачун:

1. Износ потраживања фактора	100.000
2. Резерве 10% (100.000*10/100)	10.000
3. <u>Комисиона накнада (2%) 100.000*2/100</u>	<u>2000</u>
4. <u>Обрачунати износ за авансно плаћање комитенту (1-2-3)</u>	<u>88.000</u>
5. <u>Камата за авансна средства 88.000*1,0/100</u>	<u>880</u>
6. <u>Пренос готовине на рачун комитента (4-5)</u>	<u>87.120</u>

Пошто је, рецимо, уговорена годишња каматна стопа за плаћање унапријед (кредитирање од стране фактора) 12%, мјесечна стопа ће бити 1% (1/12). Према томе, комитент ће на жиро рачун од фактора примити готовину у износу од 87.120 н. ј. с могућношћу да накнадно још наплати износ од 10.000 н. ј. који је обустављен као резерва, што ће зависити од тога да ли ће фактор од купаца наплатити потраживања. Пошто је на основу потраживања фактор унапријед обрачунао и обуставио износ камате од 880 н. ј., стварни ефектни трошкови камата су нешто већи и биће 12,12% (880/87.120\*12). Ако се у обрачун укључи и комисиона накнада од 2000 н. ј., годишњи трошкови факторинга износили би стварно (ефективно) 40,0% (2880/87.120\*12).

Из претходног је основано устврдити да трошкови факторинга могу бити високи што видно могу умањити ефекте прихода од продаје, али треба имати у виду и све користи и предности овог аранжмана.

#### 4. Рачуноводствени аспект факторинга

У складу с претходним примјером, књиговодствено обухватање куповине потраживања (код банке фактора) је следеће:

1) Д Потраживања	100.000
П Приход од накнада и камата	2880
П Обавезе према комитенту	10.000
П Готовина (жиро рачун)	87.120
<u>Куповина потраживања са задржавањем резерве</u>	
2) Д Готовина (жиро рачун)	100.000
П Потраживања	100.000
<u>Уплата потраживања<sup>14</sup></u>	
3) Д Обавезе према комитенту	10.000
П Готовина (жиро рачун)	10.000
<u>Измирење обавеза према комитенту</u>	

Међутим, овдје се чини интересантним, илустровати и књиговодствено евидентирање факторинга са становишта комитента (клијента) који продаје своја потраживања. При томе треба разликовати књиговодствено евидентирање у случају *правој факторинга* без права на регрес и *квизијравој факторинга* са правом на регрес.

#### I. ПРИМЈЕР КЊИГОВОДСТВЕНОГ ЕВИДЕНТИРАЊА ОБУХВАТАЊА КОД ПРОДАВЦА (КОМИТЕНТА) ПРАВОГ ФАКТОРИНГА БЕЗ ПРАВА НА РЕГРЕС

Комитент је с своје потраживање од купаца по основу продате робе у износу од 100.000 КМ са роком доспијећа од 60 дана продао факторинг фирми која је у систему ПДВ-а. Факторинг фирма је купила потраживање уз исплату унапријед 80% купљеног потраживања. Провизија за услугу је 1% а каматна стопа 10%, с тим да је за обраду захтјева фактор зарачунао административне трошкове у фиксном нивоу од 500 КМ. Након што је факторинг фирма наплатила потраживање од купца, исплатила је преостали износ комитенту уз умањење трошкова факторинга.

КАЛКУЛАЦИЈА ТРОШКОВА ПРАВОГ ФАКТОРИНГА		
1.	Административни трошкови ( 500 + 17% ПДВ )	500 + 85 = 585
2.	Провизија за факторинг услугу ( 1.000 + 17% ПДВ )	1000 + 170 = 1170
3.	Камата ( 80.000 * 10% * 60 / 365 * 100 ) + 17% ПДВ	1315 + 224 = 1539
4.	УКУПНО: ( 1 + 2 + 3 )	2815 + 479 = 3294

<sup>14</sup> Било какве бонификације које би се додатно одобравале купцу (дужнику) теретиле би „обавезе према комитенту”.

## КЊИЖЕЊЕ

1.	Д П	Потраживање од фактора Потраживања од купаца - за продато потраживање од купца фактору	100.000 100.000
2.	Д Д Д Д П	Трошкови администрације Трошкови провизије за факторинг услугу (1%) Трошак камата (10%) Улазни порез на додатну вриједност Обавезе према фактору - за обавезе према фактору	500 1000 1315 479 3294
3.	Д П	Жиро рачун Потраживање од фактора - за наплату 80% унапријед од фактора	80.000 80.000
4.	Д Д П	Обавезе према фактору Жиро рачун Потраживање од фактора - за пренос преосталог износа потраживања по умањењу трошкова факторинга	3294 16.706 20.000

Пошто је факторинг фирма у систему ПДВ-а, на цијене својих услуга зарачунала је ПДВ од 17%. Након унапријед примљених 80% потраживања преосталих 20% је наплаћено уз умањење трошкова факторинга од 3294 КМ.

На основу претходног трошак факторинг ангажмана обухвата:

**УКУПНИ ТРОШКОВИ без ПДВ-а / износ потраживања \* 100**

$$2.815 / 100.000 = 2,815 \%$$

## II. ПРИМЈЕР КЊИГОВОДСТВЕНОГ ОБУХВАТАЊА КОД ПРОДАВЦА (КОМИТЕНТА) ПРАВОГ ФАКТОРИНГА СА РАСКИДОМ УГОВОРА О ФАКТОРИНГУ

Примјер је исти из претходне тачке I с тим да је овдје претпоставка да факторинг фирма није била у могућности да наплати потраживање од купца и због тога је раскинут уговор о факторингу.

Књижење по ставовима од 1 до 3 су иста као и у претходном примјеру I с тим да се даљи ставови књижења разликују, како слиједи:

### ПРИМЕР КЊИЖЕЊА РЕГРЕСИРАЊА ФАКТОРИНГА КОД ПРОДАВЦА

1. Књижење преноса потраживања од купца на факторинг фирму у износу од 100.000 КМ

Потраживања од купаца		Потраживање од фактора	
Со 100.000	100.000 (1)	(1) 100.000	80.000 (2)
(4) 100.000			20.000 (4)

2. Факторинг фирма је платила 80.000, па је књижење сљедеће:

Жиро рачун	
Со 10.000	82.124 (6)
(2) 80.000	

3. Факторинг фирма је обрачунала трошкове својих услуга у износу од 2815 + ПДВ који износи 479 КМ, па је књижење сљедеће:

Расходи факторирања	Обавезе према фактору	
(3) 2815	(6) 82.124	3294 (3)
(5) (1000)		80.000 (4)
		(1170) (5)

Обрачунати ПДВ

(3) 479
(5) (170)

- Фактор је *оџказао преузимање најлапше њошраживања*, па је књижење (књижење 4)
- Умањују се трошкови факторинга за 1000 + ПДВ од 170, па је књижено (књижење 5)
- Плаћене су обавезе према фактору (књижење 6).

Пошто факторинг фирма није од купца наплатила потраживање по уговору је дакле, раскинула уговор о факторингу чиме је враћена аконтација фактору.

Факторинг фирми је исплаћена и камата на кориштена авансирана средства од 80% и административни трошкови, док је обавеза за провизију факторирања сторнирана (1.000+170), због раскида уговора о факторингу.

### III. ПРИМЈЕР КЊИГОВОДСТВЕНОГ ОБУХВАТАЊА КОД ПРОДАВЦА (КОМИТЕНТА) КВАЗИПРАВОГ ФАКТОРИНГА (СА ПРАВОМ РЕГРЕСА)

Полазећи од претходног примјера, у овом случају, кредитни ризик као кључни ризик повезан с потраживањима није пренесен с продавца (комитента – клијента) на фактора. Продавац (клијент) наплати, задржава обавезу да ће у случају да потраживање не буде наплаћено у цјелини он рефундирати фактору недостајући износ. Сагласно МРС 39 овакав аранжман није продаја потраживања, већ је ријеч о кредитном аранжману у коме потраживање има улогу залог. Из књиговодства комитента (клијента) се стога неће искњижити потраживање, већ ће примљена уплата од стране фактора бити третирана као позајмица. У складу с тим клијент има обавезу плаћања камате, а по наплати потраживања од купца измирује своју обавезу према фактору.

Полазећи од претпоставке да клијент у оваквом аранжману преноси фактору потраживање чија је номинална вриједност 100.000 КМ које до-спјева за 60 дана, клијенту ће бити авансно исплаћено 80.000 КМ. На овај износ је зарачуната камата за дати период по стопи од 10 %, тако да обавеза за камату са ПДВ-ом износи 1539 КМ. По наплати потраживања клијент измирује обавезе према фактору. У складу са претходно наведеним, књи-жење је следеће:

1.	Д П	Жиро рачун Обавезе према фактору - за извршену уплату од фактора по уговору о факторингу	80.000 80.000
2.	Д П	Финансијски расходи(камата) Обавезе према фактору за обрачунату камату за уплату унапријед по уговору о факторингу	1539 1539
3.	Д П	Жиро рачун Потраживање од купца за наплаћена потраживања од купца	100.000 <sup>14</sup> 100.000
4.	Д Д П	Обавезе према фактору по основу камата Обавезе према фактору по основу аконтације Жиро рачун за измирене обавезе према факторинг уговора	1539 80.000 81.539

Ако би у оваквим аранжманима (квазиправог факторинга) дошло до дјелимичне наплате потраживања ненаплаћени износ потраживања би био губитак клијента, а не фактора.

Треба имати у виду да се факторирање често поистовјеђује с цесијом и залогом потраживања код кредитирања што у суштини доводи до искри-вљавања стварне слике стања предузећа.<sup>16</sup>

Поред одређених сличности између факторинга и *цесије* који за основу трансакције имају „потраживање”, постоје и извјесне разлике:

- факторинг је заправо глобална цесија гдје потраживања не морају бити одређена нити постојећа јер могу бити одредива и будућа, док се цесија односи стриктно на одређена постојећа потраживања;
- уговором о факторингу се не врши пренос конкретног потраживања које је увијек у вези с прометом робе и услуга; међутим, цесијом се обавезно преноси конкретно потраживање, без обзира по ком основу је настало;
- уговор о факторингу је трајан и шири пословни однос на одређено и неодређено вријеме, а цесија не представља било који облик пословне сарадње, па тиме ни трајне;

<sup>15</sup> У случају мање наплате од 100.000 разлика би се књижила на дуговну страну рачуна – Остали расходи

<sup>16</sup> Видјети: проф. др Ката Шкарић – Јовановић: оп. цит стр. 9 до 11.

- уговор о факторингу је банкарски посао и послове факторинга врше мултинационалне компаније груписане у три највећа система (International Factors Group, Factors Chain International, Hiller International Group) и велике и снажне банке, а цесију може да закључи сваки привредноправни субјект;
- уговор о факторингу заснива се на претходно усвојеном елаборату о факторингу у цјелини и посебно за сваки уговор којим треба показати економске, технолошке и финансијске користи и трошкове факторинга, док цесија не захтијева претходно елаборирање користи и трошкова;
- уговором о факторингу фактор се никад унапријед не обавезује да ће прихватити сва понуђена потраживања јер увијек ће уговором задржати право да неке одбије преузети од комитента; међутим, уговором о цесији цедент на цесионара преноси конкретно потраживање;
- факторинг посао у нашој законодавној регулативи није посебно квалификован и налази се у дијеловима неколико других закона и МРС/МСФИ, док је цесија регулисана законом о облигационим односима.

Неријетко у пракси долази и до поистовјеђивања факторинга и *задуживања по основу залога појраживања*. Дакле, код факторинга је у питању продаја потраживања од комитента, док је залог потраживања<sup>17</sup> у ствари осигурање кредита. Овдје, значи, постоје сличности, јер су предмет аранжмана потраживања, али и разлике:

- уговором о факторингу фактор преузима власништво над потраживањем и тиме ризик наплате потраживања и наплату директно врши од купца (дужника), док у случају залога кредитор (зајмодавац) не стиче власништво над потраживањем јер укупан ризик наплате и даље сноси предузеће. Начин наплате кредита се регулише уговором о осигурању кредита гдје је могуће уговорити да купац плати директно банци кредитору или да купци своје обавезе плате предузећу (зајмодавцу) које ће касније средства пренијети на банку и затворити своју обавезу;
- у постојању дилеме о природи аранжмана између фактора и комитента је битно питање: да ли је суштина аранжмана *продаја појраживања* или се ради о *залогу појраживања*. Овдје је важно утврдити да ли је комитент у том аранжману фактору пренио и контролу<sup>18</sup> над потраживањем. У условима немогућности наплате потраживања од купца фак-

<sup>17</sup> Код залагања потраживања од купаца као најликвиднијег дијела обртних средстава ријеч је о осигураним краткорочним изворима финансирања. (видјети: проф. др Милорад Иванишевић: Пословне финансије, Београд, 2012., стр. 273).

<sup>18</sup> МРС 39 – Финансијски инструменти: признавања и процјењивање у параграфу 20 наводе се општи услови који морају бити испуњени да би се сматрало да је контрола над неким финансијским средством пренета. (Видјети: проф. др Ката Шкарић – Јовановић: оп. цит стр. 13)



тор ће имати губитак ако је закључио уговор о факторингу без права на регрес. У супротном, ако је закључен аранжман с правом на регрес, онда је комитент у значајнијој мјери задржао све ризике и користи по основу кредитног ризика због чега је ово разликовање веома важно с рачуноводственог аспекта.

- Ако се продаја потраживања с рачуноводственог аспекта прикаже као заложено потраживање по основу зајма, у билансу стања комитента биће исказана већа имовина (актива) а и виша стопа задужености што ће даље резултирати нижу стопу успјешности (рентабилности).
- Супротно претходном, уколико би се залог потраживања ради одобравања зајма од комитента евидентирао као продаја, тада би имовина и обавезе биле исказане нижим, а и степен задужености би био нижи због неисказивања обавеза.

Рачуноводствено исказивање куповине потраживања као датог зајма обезбдијеђеног потраживањем код банке за посљедицу нема промјену вриједности имовине (активе). Међутим, исказивањем купљених потраживања као пласмана обезбдијеђених залогом потраживања сасвим извјесно код фактора даје погрешну слику о његовој изложености кредитном ризику. Наравно, ово поље анализе је интересантно за форензичаре, ревизоре а и за супервизора (Агенција за банкарство) ради заштите интереса штедиша.

## 5. Услови и ограничења развоја факторинга код нас

У развијеном свијету, који се одликује владавином права, приватном својином која је светиња и стабилношћу система, главну улогу у факторинг пословању имају велике **пословне банке** које ове послове обављају путем својих супсидијарних фирми специјализованих за ову врсту послова. Улазак банака у факторинг послове веже се за 1963. годину. У Великој Британији ови послови су највише сконцентрисани у великим клириншким банкама. Упркос растућој потреби за овим видом услуга код нас у Републици Српској, па и цијелој регији западног Балкана, послови факторинга нису довољно присутни. Према нашим сазнањима, у Босни и Херцеговини постоје само двије фактор фирме,<sup>19</sup> а у нашим банкама факторинг је споричан посао. Оне очигледно на овим просторима не користе предности широке мреже филијала и експозитура и поред тога што имају спознају о кредибилитету великог броја предузећа. На тај начин не користе ни предности економије обима.

<sup>19</sup> Први фактор д.о.о. је прва специјализована кућа која се бави домаћим и међународним факторингом, коју је формирао Први фактор, д.о.о. Љубљана.

ИГА – извозно-кредитна агенција коју је 1996. године основао Савјет министара Босне и Херцеговине, која се поред факторирања бави осигурањем некомерцијалних ризика.

Факторинг фирме које пружају пун сет услуга, како наплату потраживања, тако и кредитне, тј. дисконтне услуге, имају предност уколико имају више клијената из различитих сектора привреде. Оне имају податке о платежној способности клијената у земљи и иностранству, њиховој кредитној способности, имају поуздану базу података за доношење брзих одлука, што немају појединачне фирме да би самостално обављале факторинг послове. При томе, велике факторинг фирме имају веома професионално особље, технолошку опрему, искуство и репутацију, чиме су у стању да убиједу своје клијенте да се ради о пружању првокласне услуге. Међутим, улазак на тржиште факторинга и стицање конкурентске предности веома је скупо. О томе треба водити рачуна, тим прије што акционари факторинг фирми захтијевају њихово рентабилно пословање. Велике факторинг фирме успешним пословањем остварују рентабилно пословање на задовољство својих акционара што обезбјеђује наступ на овом тржишту и нових конкурената. Иако ови послови нису кључна дјелатност банака, они доприносе њиховој рентабилности.

Подстицаји развоју факторинга у западним земљама долазе у првом реду из високе свјесности значаја малих и средњих предузећа и предузетника за њихове националне привреде. Будућност малих земаља и економија, као што је наша земља, још више је овисна од развијености малих и средњих предузећа и добра стратегија на том плану може убрзати њен раст и развој. С обзиром на њихов велики значај, адекватну подршку развоју малих и средњих предузећа чине банке и владе или њихове институције (агенције и сл.). То се чини из разлога потпуне свјесности значаја и потребе промјене привредне структуре земље ради повећања новододате (новостворене) вриједности. Што прије владајуће структуре схвате да се национални доходак ствара у производњи, а само реализује на тржишту, утолико ћемо прије видјети јасније и конкретније мјере за повећање производње и промјену постојеће веома ригидне привредне структуре.

Лимитиране могућности банака да финансирају мала и средња предузећа путем overdraft кредита узрокују улазак тих банака на тржиште факторинга. Поред врло поједностављене процедуре одобравања overdraft кредита, пласман овог банкарског производа лимитиран је могућношћу малих и средњих предузећа да банкама обезбиде квалитетне инструменте обезбјеђења. Зато ова предузећа нуде факторинг фирмама продају кредибилних и наплативих потраживања, што им омогућава да дођу до финансијских средстава која не могу од банака да добију на други начин. Ријечју, досадашњи развој културе пословања малих и средњих предузећа упућује их на индустрију факторинга. Оваква позиција тих предузећа утиче на банку да

дио свог потенцијала усмјери и на факторинг послове који дају значајан допринос расту производних предузећа и привреде у цјелини.

Већина развијених земаља своје политике су усмјериле на развој малих и средњих предузећа (предузетничку економију) у циљу стимулисања раста њихових привреда и извоза. Услед високог ризика наплате ових потраживања мала и средња предузећа не показују спремност за значајније извозне послове. Такво понашање је потпуно супротно потребама малих земаља које су знатно више овисне од њеног извоза него велике земље. У условима повећаних ризика наплате извозних послова факторинг фирме могу ријешити овај проблем и подстакнути та предузећа на извоз и њихов успјешан раст и развој. На тај начин могуће је ставити човјека и производњу испред себичних интереса (капитала и добити) власника. На овим искуствима потребно је код нас почети развијати мала и средња предузећа и предузетништво. Да би таква предузећа овдје опстала и модернизовала своје пословање, треба им капитал који тешко добијају од банака. То је присутно и код текућег пословања, односно одржавања било које производње гдје факторинг аранжман представља излазну варијанту за одржавање неопходне ликвидности.

При томе је основано устврдити да је код нас и на цијелом западном Балкану факторинг *пошребан*, али не и довољан услов за одржање ликвидности као основне претпоставке опстанка предузећа, па и привреде у цјелини. Да би лијек (факторинг) био дјелотворан, треба отклонити неке од присутних дисторзија у систему. Те дисторзије су посљедица себичности, која је на овим просторима нарасла до нивоа који у наше вријеме изазива општу економско-финансијску и моралну кризу. У таквим условима ни власници капитала нису способни да обуздају сопствену себичност, којима је новац постао циљ а не средство. Управљање капиталом подређено је увећању богатства појединаца (власника), и по цијену кршења позитивних законских прописа и моралних норми. Преовладавајући концепт неолибералне економије, и код великих и малих, у коме су се „многи” снашли, довела је на глобалном нивоу до већег стварања новчане масе него производње добара и услуга. То је довело до подјеле друштва на мањи број богатих и енормно богатих и мноштво сиромашних и често гладних, што је у дужем року неодрживо стање. Та глобална неравотежа пренијела се и на већину националних привреда и друштава.

Најмањи заједнички садржалац који осликава стање код нас и у региону западног Балкана су:

- присутност високог нивоа *корупције*, гдје се само на овим просторима, мимо сваке економске логике, може за *ништиа добити нешто*, и то „велико нешто”;

- *неадекватан њословни амбијент*, који је озбиљна баријера потенцијалним домаћим и иностраним инвеститорима, што за посљедицу има велики број сиромашних. Они који имају слободан новац и не помишљају га искористити као оснивачки капитал за неки бизнис, већ га радије улажу у куповину потрошних добара, што, наравно, не води друштво напријед. На то указују и подаци које сваке године у јануару објављују у свом извјештају<sup>20</sup> фондација „Харитиц” и „Вол стрит џорнал” о економским слободама у појединим земљама у свијету. Тако су се за 2013. годину од 177 земаља у категорији „углавном не слободних” из нашег региона нашле Босна и Херцеговина (103) и Србија (94). За ове земље, према извјештају, потребне су дубље структурне реформе, и то: институционалне како би смањиле бирократију и корупцију, затим јачање правосуђа које је осјетљиво на политичко мијешање, смањење јавне потрошње, побољшање инвестиционе климе путем унапређења катастра непокретности и скраћивања рокова добијања грађевинских дозвола на 60 до 80 дана, и слично;
- *одсуство одговорности и професионалности* у послу која превазилази мјеру толеранције. Систем је усредсређен за стицање нетранспарентне добити, привилегија, диплома и слично. Зато се само на овим просторима улагање у здравство и школство сматра трошком који оптерећује ионако напрегнуте буџете, а не да су они основна супстанца друштва, јер само здрав и образован човјек може вући друштво напријед;
- *тјекућа јавна њошрошња* на свим нивоима одржава се, за наше услове, високим порезима и доприносима, продајом имовине (предузећа, природних ресурса и некретнина)<sup>21</sup> и задуживањем код међународних финансијских институција, на отвореном финансијском тржишту, па и код домаћих банака по комерцијалним условима што је у овим нашим (не)условима неопрости нонсенс. Наивно би било очекивати да ће доћи до апсолутног резања буџетске потрошње, тим прије, што високи дефицити и задуженост ипак нису узрок већ посљедица неадекватно вођене економске политике. Кључ рјешења за земље са израженим дефицитима буџета и растом задужености је заправо у промјенама економске политике. При томе би наравно требало под „лупу” ставити функционисање тржишта као „невидљиве руке конкуренције”. Пошто

<sup>20</sup> Економске слободе оцјењују се на основу десет критеријума: тржиште рада, фискална одговорност, владавина права, монетарна политика и други.

<sup>21</sup> Намјера Владе Србије да компанији „Ал Дахра” из Уједињених Арапских Емирата прода и преда у власништво 7.453 хектара пољопривредног земљишта у осам комбината у реструктурирању и право да користи 3.664 хектара на 30 година заслужује да се нађе у рубрици „вјеровали или не”. У исто вријеме неке земље које су у Европској унији још увијек нису либерализовале купопродају земљишта.

је ријеч о тржишту као „систему” који очигледно нема уграђене природне саморегулаторе, што је показала и посљедња глобална финансијска и економска криза из 2008. године, требало би веома одговорно сагледати улогу и „видљиве руке конкуренције” - државе, посебно у кризним периодима функционисања тржишта.

- умјесто приватизацијом власт значајне ресурсе троши на *йоновном йодржављењу* пропалих предузећа, што доноси вишеструке штете по економију земље а тиме и пореске обвезнике;
- *мејаломански захвајти* на изградњи капиталних објеката (привредних и непривредних) који нису у складу с могућностима привреде. Оправдања за ове одлуке у доба кризе траже се у сличним таквим примјерима (Америке, Њемачке послје Другог свјетског рата) који су те земље извукли из кризе, па ће као тај лијек и код нас успјети. Међутим, чини се да нико од аналитичара и економиста а посебно доносилаца одлука није примијетио да ми на западном Балкану не дољујемо од истих болести као тадашња Америка и Њемачка а употребљавамо исти лијек. Наиме, у Америци и Њемачкој је тада била значајна понуда робе као посљедица хиперпродукције а недовољно присутног новца да би се извршила размјена робе за новац те су велике количине робе остале у складиштима што је проузроковало раст незапослености. У таквим условима започети су јавни радови (у Америци и у тадашњој Њемачкој) гдје је становништво радило на пројектима јавних инвестиција и долазило до новца којим су, купујући домаћу робу, празнили складишта, оживљавали своју производњу и излазили из кризе.

Међутим, код нас је ситуација квалитативно сасвим другачија јер понуда домаћих производа и робе је недовољна (увозимо лук, кромпир, млијеко, а о техничкој роби да и не говоримо), а новца има јер је још увијек велик прилив дознака из иностранства,<sup>22</sup> али и оног који се нађе овдје.<sup>23</sup> Показатељ да новца има је што се и данас купује увозна роба и

<sup>22</sup> У Босни и Херцеговини прилив по основу укупних личних трансфера у нивоу од 3,5 милијарди КМ одржава се на истом нивоу од стања прије кризе (2008) до закључно са 2011. годином (3,484 милијарде КМ). Извор: Централна банка Босне и Херцеговине – статистика платног биланса.

<sup>23</sup> Депозити становништва у Босни и Херцеговини и поред кризе убрзано расту. На крају 2008. износили су 5,2 милијарде КМ, а након кризе 2011. године 7,0 милијарди, да би у новембру 2012. износили 7,5 милијарди КМ. Ови подаци о расту штедње и у условима кризе само потврђују нашу претходно дату констатацију да високи порези и увођење нових пореских облика и парафискалитета одвраћају људе од инвестирања, од уласка у бизнис и привређивања и тиме повећања нове додате вриједности.

спољнотрговински дефицит се апсолутно не смањује од 2000. године.<sup>24</sup> У таквим условима овисности од увоза, када држава покрене велике капиталне пројекте, пошто је домаћа понуда роба недовољна, новац се усмјерава на увоз а то даље погоршава стање спољнотрговинског дефицита који је у дугом року неодржив. Оваква ситуација која траје већ више од деценије само је још један индикатор одсуства стратегија и политика раста и развоја на свим нивоима власти у БиХ. У условима све веће конкуренције на глобалном нивоу неопходно је да се трага за рационалним и практичним рјешењима у том погледу. У супротном уколико изостане системски приступ рјешавању нагомиланих проблема и дисторзија система, пријети нам катаклизма великих размјера.

- Увођење пореза на некрећнине и укидање неопорезивог дијела дохотка код нас, уз извлачење новца увођењем непореских намета (фискалне касе и сл.) дефинитивно ће отјерати и оне инвеститоре који су ту, а о новим ћемо само сањати. Оваквом политиком високих пореза и парафискалних намета ризикујемо да угушимо било какву иницијативу и вољу за започињање бизниса, посебно младих људи. Јер, тамо гдје су високи порези и други намети нема зараде (добити). У таквом пореском окружењу не треба занемарити ни опасности пресељења постојећих бизниса у друга подручја и одлазак богатих појединаца руковођених примјерима случаја „Депардије” или великог румунског тенисера Илије Настаса који би због високог пореза у Румунији могао преселити у Русију. Данас у вријеме кризе биле би прихватљиве и препоруке Европске комисије земљама чланицама Европске уније да пореско оптерећење преусмјере са опорезивања рада и корпоративних пореза (пореза на добит) на потрошњу, тј. ПДВ и еколошке порезе.<sup>25</sup> Тај став је резултат економске анализе која је показала да порези на рад и на добит нису подстицајни за раст економије. Европска комисија при томе препоручује проширење пореске основице наводећи да повећање пореских стопа није једини начин за повећање пореских прихода. Наравно, уз све ове промјене пореског система неопходно је побољшање система прикупљања пореза и ефикаснија борба против пореских превара и избегавања плаћања пореза.

<sup>24</sup> Негативни салдо увоза и извоза се дужи низ година креће у нивоу око 7,0 милијарди КМ. За период јануар – децембар 2011. године износио је 7,3 милијарде КМ, односно покривеност увоза извозом је била највећа 53,0 %. Спољнотрговински дефицит у 2012. години на нивоу БиХ износио је 7,395 милијарди КМ. (Извор: Агенција за статистику БиХ, вањскотрговински биланс БиХ)

<sup>25</sup> Славица Цвитанић: Европски прописи о порезима и прекограничним споровима, РРИФ, Загреб, 1/13, стр. 291.

## Закључак

Под факторингом се подразумејева аранжман између фактора и његовог комитента који укључује низ услуга које обезбјеђује фактор: финансирање, одражавање рачуна, наплата дуга, опомињање купаца и заштита од кредитних ризика. У основи, факторинг фирме пружају три врсте услуга предузећима која имају ненаплаћена потраживања: финансирање, осигурање наплате и управљање потраживањима. Уколико се у факторинг аранжману обављају све три услуге, онда је ријеч о правом факторингу, а уколико се обавља једна или двије услуге (функције), ријеч је о квазиправом факторингу. Функција финансирања код факторовог комитента по правилу се активира у моменту испоруке робе трећим лицима (купцима) када од фактора након одбитка уговорених накнада, наплаћује продајну цијену, а заузврат на фактора преноси своја потраживања према трећим лицима. Функција осигурања наплате омогућава комитенту (продавцу) да се ослободи ризика наплате продајне цијене за испоручену робу. Уговарајући и ову функцију са фактором комитенту се омогућава да на тржишту постане конкурентији јер је у том случају у могућности својим купцима давати повољније рокове плаћања од конкуренције. Функција управљања потраживањима састоји се од низа услужних активности и стручних послова фактора чијим се преносом факторов комитент ослобађа и одговорности која је углавном законом регулисана.

Факторинг послови су развијени у западним економијама ради подстицања развоја малих и средњих предузећа која су имала велике проблеме у ликвидности. Иако до сада наше банке овом „банкарском производу” нису посвећивале довољно пажње, све већа конкуренција у банкарској индустрији, с једне стране, и потребе развоја малог и средњег бизниса, с друге, неминовно ће довести до развијања овог посла.

Поред разликовања правог од квазиправог факторинга, треба имати у виду и специфичности отвореног, скривеног, домаћег и међународног факторинга. Колико је проблеме текуће ликвидности исплативо рјешавати путем факторинга, зависи од висине трошкова факторинга које чине: накнада (провизија) и камата. С обзиром на сличности факторинг аранжмана са цесијом и залогом потраживања, неопходно је искристалисати факторе путем којих је најлакше препознати о чему је заправо ријеч. Да би се факторинг развио и код нас, неопходно је значајније побољшање пословног окружења и инвестиционе климе како би се обични људи с већом сигурношћу опредјељивали за покретање бизниса на овим просторима. Садашње стање одбојности према оваквим иницијативама само је још једна иницијална каписла за промјенама, које, уколико се не десе у краћем периоду, могу имати нежељене дугорочне негативне посљедице.

Са становишта корисника, факторинг аранжман се не третира као кредитно задужење и не повећава задуженост, те се на тај начин чува кредитни бонитет предузећа. Због тога је предузетницима све препознатљивији овај модел финансирања који ће у наредном периоду имати све важнију улогу у финансирању текућег пословања. Овај модел финансирања може послужити као инструментариј за побољшање ликвидности цјелокупне привреде, која је данас, мора се признати, на незавидном нивоу.

Незавидна економска и социјална ситуација неће престати сама од себе, што подразумева храбре и брзе одлуке оних који су одговорни за њихово доношење. Све одлуке морају бити плод анализе свих проблема постојеће привредне структуре. Рјешења треба тражити на позитивним искуствима раста и развоја малих земаља, настојећи при томе да се посљедице не замјене узроцима проблема.

## Литература

1. Агенција за статистику БиХ - <http://www.bhas.ba/>
2. Arnold G. *Corporate Financial Management*. Financial Times Professional Limited, London, 1998.
3. Badie Z., Martin R. C. *Finance*. Prentice Hall Internacional, New Yersey, 2000.
4. Вјрон В., *Factoring: A Comparative Analysis*. DJOF Publishing, Copenhagen, 1995.
5. Иванишевић, М. *Пословне финансије*, Београд, 2012.
6. Микеревић, Д. *Финансијски Менаџмент*. Бања Лука: Економски факултет и Финрар д.о.о., 2011.
7. Орсаг, С. *Вредносни папири, инвестиције и инструментни финансирања*. Сарајево: Revicon, 2011.
8. Павићевић Б. *Уговори о лизингу, франшизингу, факторингу и форфешингу*. Агенција „Intellect”, Београд, 1990.
9. Пезеровић, А. *Порезни клин у Босни и Херцеговини*. Финансинг 4/12.
10. Петковић, С. (2010). *Извори финансирања малих и средњих предузећа у Републици Српској*. Главни и одговорни уредник Драган Микеревић. Зборник радова 14. Конгреса Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, Улога финансијске и рачуноводствене професије у превазилажењу кризе у реалном и финансијском сектору, Бања Врућица, Теслић, 23-25.09.2010. Теслић: Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске, пп. 343-377.



11. Петковић, С. и Берберовић, Ш. (2013). Економика и управљање мали и средњим предузећима. Принципи и политике. Бања Лука: Економски факултет.
12. Петровић П. *Факторинг – модел дујорочне пословне сарадње*. Финансинг, 10-11/96.
13. Радоњић С., *Цесије, преузимање обавеза и асигнација као облик обрачунској владања у Републици Српској*. Бања Лука: Финрар, 10/12.
14. Родић, Ј., Филиповић, М. *Пословне финансије*. Београдска пословна школа, Београд, 2008.
15. Salinger F. R. *Factoring Law and Practice*. Sweet & Maxwell, London, 1991.
16. Schafr K. F., *Factoring un imsamble de prestations de services extrament at-toayant*. Le Mios, Jan-Feb 1988.
17. Hawkins D. *The business of Faktoring*. Pulished by MC RRAW-Hill Book Comprany Europe, England,1993.
18. Цвитанић С. *Еуройски пројиси о порезима и прекојраничним сјоровима*. Загреб: РРИФ, 1/13.
19. Централна банка Босне и Херцеговине – статистика платног биланса
20. Сох А. N., MacKenzie J. A. *Internacional Factoring*. Published by Euromoney, Ltd, London, 1981.
21. Шкарић-Јовановић, К. *Факторинг – јравни, финансијски и рачуновд-сјивени асјектј*. Финрар, 8/08.
22. Шкарић-Јовановић, К., *Финансијски рачуновдсјиво*. Економски факултет, Београд, 2007.



Јово Атељевић<sup>1</sup>

**Шумпетерова теорија економска раста:  
Предузетништво као одговор на економску стагнацију**

**Schumpeterian growth theory:  
Entrepreneurship - a response to the economic downturn**

**Резиме**

Игнорисање и неразумијевање Шумпетерове теорије су главни разлози зашто је британско-америчка школа, као доминантна у контексту неокласичне економије, била и још увијек јесте одвојена од немачке историјске школе. Међутим, Шумпетерове оставке су и данас релевантне будући да систем оштрије економске равнотеже нема праву теорију ендогеној или структуралној развоја коју је предложио Шумпетер. Његова теорија економској развоја може послужити као кохерентни одговор на марксистичку теорију. За Шумпетера, унитаркајинијалистичка конкуренција у поитиуности објашњава структурне промјене у економији. Он тврди да је конкуренција динамички процес разлика и борбе међу компанијама, а не статична конкуренција Валрасовеј системa. У Шумпетеровеј властитијој визији економској системa, теорија економских циклуса и теорија раста су неразвојне. Циљ овој рада је да кроз синтезу теоретских анализа потврди релеванности Шумпетерове теорије у контексту дигиталне економије.

**Кључне ријечи:** нова теорија раста, Шумпетерова теорија креативне дејствијације, предузетништво, економија знања, дигитална економија.

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, jovo.ateljevic@efbl.org

## Summary

*Ignorance and misunderstanding of Schumpeter's writing are the main reasons why the Anglo-American School, as dominant in the context of neoclassical economics, was and still is separate from the German Historical School. However, Schumpeter's arguments are relevant today because the system of general economic equilibrium has no adequate theory able to explain neither endogenous nor structural development proposed by Schumpeter. His theory of economic development can serve as a coherent response to Marxist theory. For Schumpeter, the intra-capitalist competition fully explains the structural changes in the economy. He argues that competition is a dynamic process of differences and struggles between companies, and not static competition as proposed by the Walrasian mathematical perfect model. Schumpeter argues that the theory of economic cycles and the growth theory are inseparable. The overarching aim of this paper is to through synthesise of theoretical analysis confirms the relevance of Schumpeter's theory in the context of the digital economy.*

**Keywords:** *New growth theory, Schumpeter's creative destruction, entrepreneurship, knowledge economy*

## 1. Увод

У току своје каријере, до 50-их година прошлог вијека, Шумпетер је развио свој познати концепт такозване *креативне деструкције* економског развоја, што је у тијесној вези са његовим ширим схватањима капиталистичког система. По њему, креативне деструкције се узастопно догађају<sup>2</sup>. У његовом радном вијеку, Шумпетер не само да је препознао потребу за теоријом економског развоја, него је, такође, дошао до спознаје да би се таква теорија требало да бави утицајем на транзицију из појединачног у колективно предузетништво у процесу технолошких промјена, иако ће се многи економисти сложити са тврдњом да је предузетник централна фигура економског развоја. Шумпетерово писање је, барем привремено, било игнорисано од многих познатих економиста - нобеловаца, као што су Алфред Маршал, Џон Мајнард Кејнс, Василиј Леонтиев, Милтон Фридман и Пол Самјуелсон, који представљају британско-америчку школу економске мисли. Међутим, Шумпетеров допринос је историјски и даље актуелан у глобалном свијету, посебно у ери дигиталне револуције. Циљ овог рада је-сте да кроз синтезу теоретских анализа потврди релевантност Шумпетерове теорије у контексту дигиталне економије. У томе настојању дискусија је

<sup>2</sup> Schumpeter, J. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Routledge, 1942.

структурирана сљедећим редослиједом: у другом дијелу анализа је фокусирана на екзогену и ендегену теорију раста; предмет дискусије трећег дијела су информационо-комуникациона технологија и Шумпетерова креативна деструкција; у четвртм дијелу дат је примјер контекста нордијских земаља, пети дио дискусије се фокусира на нову економску географију; док су у последњем, шестом дијелу презентовани кључни закључци.

## 2. Од екзогене до ендегене теорије раста

Економија своје ослонце има у расту тржишта. Ово је гледиште познатих британских економиста: почев од Адама Смита преко Давида Рикарда до Алфреда Маршала. Пошто је неокласична економија или *Валрасов систем*<sup>3</sup> почео функционисати у првим декадама 20. вијека, неокласичари су нерадо размишљали о надоградњи својих модела. Према неокласичној или *еизоленој теорији раста*, главне детерминанте дугорочног економског раста нису економски подстицаји од стране људског фактора, што је суштинска теза Шумпетерове теорије. Анализе фактора раста нације биле су углавном базиране на резидуалној анализи<sup>4</sup>. Роберт Солоу, добитник Нобелове награде, један је од првих економиста који је унаприједио неокласични модел раста<sup>5</sup>, спознавши да је технолошки прогрес у западним земљама најважнији инпут-фактор који омогућава дугорочни раст реалног дохотка запослених и животног стандарда уопште. У Солоуовом моделу, раст је узрокован акумулацијом капитала и аутономном технолошком промјеном. Он је доказао да функција производње показује константне приносе (*constant returns of scale* - *CRS*), односно удвостручавањем свих инпута води ка удвостручавању аутпута. Ова врста поједностављене претпоставке, уједно је и главна слабост његовог модела, пошто ће одржавање једног константног инпута (радне снаге) и удвостручавањем капитала произвести мање од удвостручене количине аутпута. Овај познати закон је закон умањења маргиналне корисности. Солоуов модел је типичан примјер једне од екзогених теорија раста. Својом резидуалном анализом, Солоу је подијелио промјене продуктивности радне снаге у два дијела:

- 1) повећање јединице капитала по јединици радне снаге,
- 2) технолошки прогрес који укључује побољшања у људском фактору.

Касније, исти теоретичар је указао да је технолошки прогрес најважнији инпут-фактор који омогућава дугорочни раст реалног дохотка и унапређе-

<sup>3</sup> Georgescu-Roegen, N. *Methods in Economic Science. Journal of Economic Issues*. V. 13, N. 2 (June): 317-328, 1979.

<sup>4</sup> Анализа варијансе у моделу једноставне линеарне регресије, прим. аут.

<sup>5</sup> Сазнајте више: Solow, R. M. *Growth Theory, An Exposition*. Oxford University Press, 2000.

ње животног стандарда. У свом излагању<sup>6</sup> на церемонији поводом додјеле Нобелове награде, Солоу упућује на конкурентност (или погодне комплементарности) као подстицај иновација, што се у великој мјери подудара са Шумпетеровим размишљањима. Такође, Солоу наглашава да дугорочно економије имају убрзане стопе раста, које се међу земљама знатно разликују. Управо то се не може објаснити неокласичном теоријом раста. Нова, или *ендогена теорија раста* постала је популарна током посљедњих неколико деценија захваљујући брзом технолошком напретку. У томе контексту, Пол Ромер тврди да се технологија (као и знање на којој се базира) мора посматрати као равноправни трећи фактор, заједно са капиталом и земљом у напредној економији<sup>7</sup>. Ромер долази до закључка да повећана економска отвореност подиже домаћу продуктивност, што позитивно утиче на животни стандард нације<sup>8</sup>.

Ендогена теорија раста је базирана на идеји да је дугорочни раст одређен подстицајним мјерама. Попут Шумпетера, Ромер прихвата да технолошки изуми, с циљем одређивања технолошког вишка, смањују трошкове будућих иновација, а високообразована радна снага има важну улогу у одређивању стопе дугорочног раста. Нова, или ендогена теорија раста је пред крај 20. вијека постала популарна у Сједињеним Америчким Државама<sup>9</sup> (а касније у тек индустријализованим земљама попут Кине и Индије, које посљедњих година интезивно инвестирају у иновације).

Мултинационалне компаније очекују да Европска унија<sup>10</sup> (ЕУ) у својој економској политици може слиједити нову теорију раста по узору на друге кључне играче на глобалном тржишту. Такве амбиције јасно су наглашене и у најновијој развојној стратегији ЕУ<sup>11</sup>. Као алтернатива новој теорији раста, доктрина ЕУ се ослања на *Пакт стабилности и раста* који се односи на стабилност економске и монетране уније. Међутим, како тврди Солоу позивајући се на теорију раста, приступ ЕУ у погледу фактора раста, још увијек је егзоген. И, пошто заостаје у економској политици раста, ЕУ страхује да не изгуби у глобалној трци са Сјеверном Америком (као што се то догодило у другој индустријској револуцији), а у новије вријеме и у трци са Азијом.

<sup>6</sup> Solow, R. M. *Lecture to the memory of Alfred Nobel*. December 8, 1987: Growth Theory and After, 1987.

<sup>7</sup> Romer, P. Endogenous Technical Change. *Journal of Political Economy*. 98, pp. 338-354, 1990.

<sup>8</sup> Погледати детаљније: Romer, P. *Increasing Returns and New Developments in the Theory of Growth*. Chicago: University of Chicago, 1989.

<sup>9</sup> САД у даљем тексту, прим. аут.

<sup>10</sup> ЕУ у даљем тексту, прим. аут.

<sup>11</sup> European commission (2010), Communication from the commission, Europe 2020, a strategy for smart, sustainable and inclusive growth, Brussels

Нова теорија раста била је унапријеђена од стране нео-шумпетеријанских теоретичара, попут Кеничи Охмае<sup>12</sup>, Тома Петерса<sup>13</sup> и Алвина Тофлера<sup>14</sup>. Они су понудили перспективу економског раста која се значајно разликује од традиционалног погледа, вјерујући да подстицаји креирани од стране тржишта увелико утичу на брзину и правац економског прогреса. Кључ у процесу раста је тржишни систем, подржан хибридним институцијама као што су универзитети или R&D<sup>15</sup> лабораторији, те другим неформалним мрежама, укључујући консалтинг фирме и технолошке паркове.

Савремени теоретичари економског раста вјерују, као што је и Вилиам Бормол оцијенио, да је изучавање пословне економије субјективно<sup>16</sup> без разумијевања стварног предузетничтва. Традиционално, теоретичари из области друштвених наука и креатори политика економског развоја вјеровали су да је економски прогрес резултат прогреса у знању или технологији (*Кухнова њарадија*). У том погледу, револуција умјесто еволуције представља суштинску тезу присталица неошумпетерове теорије. Познати закон Гордона Мура *нове криве Њрошкова* је примјер неошумпетеријанског открића. Гордон Мур, као суоснивач Интела, 1965. године је доказао да се број транзистора на једном чипу удвостручава сваких 24 мјесеца<sup>17</sup>. Сличан закон може се примијенити и на цијену коштања хард диска у погледу капацитета по јединици информације, те за неке друге техничке уређаје. Овај закон се показао истинитим у безброј циклуса развоја високе технологије. Њиме се предвиђа технолошки прогрес и објашњава зашто се компјутерска индустрија константно појављује са производима који су мањи, јачи и јефтинији.

Илка Туоми<sup>18</sup> је примијетио да се технологија полупроводника током четири деценије развијала у врло специфичним економским условима. У основи, економски и друштвени захтјеви имали су ограничену улогу у брзом развоју микроелектронике. Супротно популарним тврдњама, Туоми вјерује да заједничке карактеристике Муровог закона ипак нису биле валидне у неколико посљедњих деценија. Попут Муровог закона, BCG (Boston

<sup>12</sup> Ohmae, K. *The End of Nation State*. Cambridge: A Harvard Business Review Book, 1995.

<sup>13</sup> Peters, T. *Thriving on Chaos*. New York: Harper & Row, 1990.

<sup>14</sup> Toffler, A. *Future Shock*. London: Bodley Head, 1970. Toffler, A. *Third Wave*. New York: Bantam, 1980.

<sup>15</sup> R&D, истраживање и развој, прев. аут.

<sup>16</sup> Прочитати детаљније : Baumol, W. *Entrepreneurship: productive, unproductive, and destructive*. *Journal of Political Economy*. 98(5), pp. 893-921, 1990. Baumol, W. *Entrepreneurship, management, and the structure of payoffs*. Cambridge and London: MIT Press, 1993.

<sup>17</sup> Moore's original statement can be found in his publication „Cramming more components onto integrated circuits”, *Electronic Magazine*, 19.4.1965.

<sup>18</sup> Tuomi, Ilkka „The Lives and Death of Moore's Law”. [http://www.firstmonday.org/issues/issue7\\_11/tuomi/](http://www.firstmonday.org/issues/issue7_11/tuomi/)

Consulting Group) крива искуства представља важан индикатор конкурентске предности, што значи да се временско раздобље скраћује при стицању привременог монополског профита. Данас се на полупроводницима граде блокови модерног информатичког друштва. Они су недиференциране масовне компоненте којима се тргује на основу њихове цијене. Релевантна теорија предвиђања понуде и тражње је неокласична теорија цијене, а не Муров закон. Многи производи који су се промовисали као висока технологија током 60-их и 70-их година прошлог вијека, данас се посматрају као роба.

За више од четири деценије своје примјене, Муров закон све више излази изван оквира саме Мурове тезе. Међутим, овај закон је остао мјерило за технолошку револуцију и емпиријски доказ шумпетеријанске креативне деструкције. Мајкл Јенсен<sup>19</sup> је направио савремену интерпретацију процеса Шумпетерове креативне деструкције и предвидио динамику модерне индустријске револуције, поређењем раста бруто домаћег производа са R&D статистичким показатељима. У вријеме нафтне кризе, средином 70-их година прошлог вијека, западне земље су убрзано улагале у R&D. Раст R&D трошкова је растао два пута брже од раста бруто домаћег производа.

### **3. Информационо-комуникационе технологије и Шумпетерова креативна деструкција**

Револуција информационо-комуникационих технологија<sup>20</sup> постала је главни извор шумпетеријанске креативне деструкције и иновација у индустријским земљама. У томе контексту могу се идентификовати двије кључне снаге глобалног тржишта:

1. Процес шумпетеријанске динамике који захтијева политику која његује процес подстицаја инвестиција у иновације, предузетнички капитал и *start-ups* (нових бизниса) итд.

Силиконска долина (Калифорнија) је примјер предузетничког, законом заштићеног капитализма персонификованог у оснивачу Микрософта Билу Гејтсу. Када је у питању Европа, једно од уских грла у ЕУ је слабо развијено тржиште приватног, односно ризичног капитала, нарочито у поређењу са САД.

2. Формација глобално конкурентских кластера мултинационалних компанија.<sup>21</sup>

<sup>19</sup> Jensen, M. *The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems*. Journal of Finance, 1992.

<sup>20</sup> ИКТ у даљем тексту, прим. аут.

<sup>21</sup> МНК у даљем тексту, прим. аут.



Географска концентрација фирми била је специфична за Европу, као што је Алфред Маршал детаљно написао у *Принципима економије*, а касније и у САД<sup>22</sup>. Књига Мајкла Портера *Конкурентска предност нације*<sup>23</sup>, предлаже дијамантски модел као доктрину за укрупњавање и сједињавање предузетничког окружења, које утиче на капацитет предузећа да креира одрживу конкурентну предност на глобалном тржишту. Укрупњавање МНК свакако има елементе колективног капитализма, који је Шумпетер предвидио још 50-их година 20. вијека. Због све јаче доминације на глобалном тржишту робе, МНК су у позицији да колективно одреде правила игре у глобалној економији. Међутим, нова креативна деструкција коју иницирају мале и иновативне фирме на мањем географском простору је једина компензациона моћ МНК. Иновативне фирме, углавном *start-ups*, у циљу бржег развоја и раста, улазе у неформалне савезе, или такозване кластере<sup>24</sup>. Ако неколико нових фирми настане као *spin-off* фирме мајке или више њих, кластер може да настане спонтано. Шумпетерово предузетништво, као комбинација власничког и колективног капитализма, оличено је у функционисању регионалних кластера, попут Силиконске долине, који представљају средину између локалних мрежа и кластера. То уједно представља двополарни шумпетеријански динамизам: с једне стране кластер глобалне конкурентности и с друге стране локалну предузетничку мрежу, чији нексус резултира формирању нових брзо-растућих фирми.

Географско подручје, које се чини катализатором глобалног раста, представља само маргинални дио укупне глобалне базе. Региони који су засновани на знању, или умрежени региони, потенцијални су побједници глобалног надметања и могу се назвати глобалним *жаришћима* или *жаришним тачкама*. Да би разумјели нову теорију раста, економска жаришта често служе као предмет анализе. По моделу који су развили Паундера и Ст. Дона<sup>25</sup> постоје три еволуционе фазе настајања жаришта: 1) покретање кластера и појављивање жаришта, 2) тежња ка укрупњавању фирми, и 3) преоријентација фирми, која укључује опадање перформанси жаришта. Бројни су примјери постојања *животног циклуса* економског развоја регије паралелно са технолошким циклусима или динамиком тражње. То најбоље показује географска концентрација предузећа или *жаришних тачака*, као што су Рута 128 у Бостону, (миникомпјутери) или Минеаполис, Минесота (*mainframe*) које су доживјеле драстичан пад економских активности.

<sup>22</sup> Sassen, S. *Global Cities: New York, London, Tokyo*. Princeton: Princeton University Press, 1991.

<sup>23</sup> Porter, M. *Competitive Advantages of Nations*. New York: Macmillan, Free Press, 1990.

<sup>24</sup> Saxenian, A. *Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*. Cambridge: Harvard University Press, 1994.

<sup>25</sup> Pounder, R.St., John, C. Hot Spots and Blind Spots: Geographical clusters of the firms and innovation. *Academy of Management Review*. Vol. 121 No.4, 1192-1225, 1996.

Цикличност економског развоја регије, односни пораст и пад економских активности указује да регионални кластери конкурената доживе сличну судбину као и већина великих индустријских центара. Специфична карактеристика жаришта је та да се регионални кластер предузећа (1) такмичи у истој индустрији, (2) почиње као језгро од неколико нових фирми које као група расту пуно брже него остале фирме у датом сектору и (3) има исте потребе за непокретном, техничком и другом инфраструктуром.

Нису сви регионални кластери постали и жаришта. Фирме које су лоциране једна близу друге у намјери да искористе прилике на локалном тржишту, не сачињавају жаришта. Добри примјери за то су хотели, трговине на мало и ресторани. Жаришта имају своју динамику у личним односима предузетника, пољу образовања и управљачкој култури менаџера/предузетника и експерата. Истраживања су показала да жаришта иницирају бржи раст у односу на саму индустрију, али искуства говоре да опадање пословних активности у самом жаришту не осјећају и фирме изван њега<sup>26</sup>.

Кластери и фирме које га чине успјешним у фази настајања, када постоји пуно могућности за њихов раст, јесте резултат њихове иновативност и правовременог изласка на тржиште. Али, иако знамо да постоји нека врста економског *шајминја*, тешко је предвидјети настајање кластера.

Евидентно је да су фирме које су дио кластера успјешније од оних које то нису, посебно у почетној фази животног циклуса иновативних производа. У фази стварања кластера главни елементи су агломерација пословних активности, успостављање легитимитета и убрзано настајање локалних конкурената, који кроз повећање уноса, такмичарских паритета и диференцијације катализирају иновативност жаришта. Велики допринос у стварању кластера свакако има и сектор образовања, посебно колеџи и универзитети. То најбоље показује случај Силиконске долине гдје су тамошњи универзитети и високе школе имали кључну улогу у развоју високих технологија у компјутерској индустрији<sup>27</sup>. Ту је прије свега *Калифорнијски универзитет* у Берклију, важан центар за истраживање полупроводника и компјутерске науке (препознатљиве докторке студије у електроинжињерингу), те *Сџан-форг*, *МИТ*, *Сан Хозе државни универзитет* и други универзитети на Западној обали.

### Нордијске земље и нове теорије економског раста

Нордијске земље су најбољи примјер примјене нових теорија раста. С правом се може тврдити да су ове земље од краја 80-их година година про-

<sup>26</sup> Ibid.

<sup>27</sup> S Saxenian, A. *Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*. Cambridge: Harvard University Press, 1994.

шлог вијека лабораторијски тест за настанак тзв. *m-Commerce* (бежичне технологије), који је дио кластера ИКТ. Мобилни телефони, који су се претходно користили само за разговор, постају симболи глобалне мрежне у пословању. Увођењем мобилних телефона дошло је до унапређења пословне културе како у великим корпорацијама, тако и мањим фирмама. Тај тренд је, такође, заживио у јавној управи, високом школству и другим институцијама. Нордијске земље су успјешно одржале креативност изазова и искористиле добру комбинацију удруживања и умрежавања, те у томе погледу су неколико корака испред других европских земља.

Креативност је заиста моћна конкурентска предност. Управо је у томе објашњење зашто нордијске земље, попут Финске и Шведске, имају водећу позицију у једној од најбрже растућих индустрија - *m-Commerce*, и у глобалном умрежавању (*networking*). Позивајући се на примјере нордијских земаља, нема сумње да ће постојећа и будућа технологија имати велики утицај на људе и њихово понашање у приватном и пословном контексту, иако је тешко предвидјети све импликације које намеће дигитална револуција. Вјероватно ће највеће иновације настати унакрсном фертилизацијом сектора и професија. Као пример можемо навести повезивање умјетника и научника кроз комбиновање креативности и научних истраживања. То се огледа у комплементарности латералног и холистичког приступа умјетника и научника, с једне стране, и способности предузетника и пословних људи да комерцијализацију идеје, са друге стране.

У нордијским земљама, успјех регионалних ИКТ кластера, као што је кластер у регији Оулу, омогућио је настанак двије брзорастуће, успјешне компаније - *Nokia* и *Ericsson*. Обје фирме одавно су усвојиле модел организације без граница; повезивање великих и малих фирми, мобилност људских ресурса и интелектуалног капитала кроз безгранично удруживање као континуирану креативност и иновацију. У томе контексту, не смије се заборавити улога друштвеног капитала који је комплементаран технолошкој супериорности. Све то је помогло да земље нордијског региона, изузев Исланда, стекну водеће позиције у продору интернета на европско тржиште.

Имајући дугу традицију истраживачког лабораторија у државном власништву, кључни актери нордијских фирми у ИКТ индустрији могу да комбинују универзитетски и предузетнички тип организацијске културе и конкурентског понашања. У областима креативне деструкције, попут *m-Commerce*, ова врста предузетничке културе је више него доминантна. Нордијске ИКТ фирме остварују властите моделе привременог монополског профита што јасно истиче и Шумпетерова теорија предузетништва и

креативне деструкције. Као што открива истраживање Hamel i Prahalad<sup>28</sup>, нордијске ИКТ компаније су мијењале свој фокус: од тржишног ка опортунистичком учешћу. Истински спектар могућности може се лако сагледати у случају m-Commerca.

Велике шпекулације на глобалном тржишту и на тржишту базираном интернету које чини више од милијарду корисника, значи да је процес открића на успостављању тржишта тотално хаотичан. Како предузетничке могућности зависе од асиметрије информација и шпекулација на тржишту, међу тржишним учесницима постоји много побједника и губитника. Предност нордијских ИКТ фирми се састоји од јединствене способности да се интегришу интернет и мобилност. У индустријама које се заснивају на знању (нпр. рачунарски програми, услуге интернета), нове услуге се развијају/расту без помоћи централизованог извора снабдијевања и без јасне стратегије и плана. Одличан примјер је метеорски успон оперативног система *Linux*, који је програмирао 21-годишњи студент компјутерских наука Линус Торвалдс, као и сталне дораде од стране *Linux* заједнице програмера, испитивача/контролора и корисника. *Linux* заједница волонтера и *ad hoc* чланова је убрзала развој и еволуцију самог софтвера и то без планираног буџета за развој производа, људских ресурса и маркетинга. *Linux* заједница је добар примјер како ентузијазам и љубав према иновативности могу убрзати развој технологије и направити „креативну деструкцију” могућом. У томе погледу изазови и питања у контексту Шумпетерове теорије су сљедећи: Могу ли се нордијски предузетници такмичити са глобалним гигантима ИКТ индустрије и да ли је примјер Линус Торвалдса само изоловани случај? Постоји ли нешто у нордијском културном наслијеђу, систему едукације, менталитету или географском контексту што поспјешује креативност, иновативност и предузетништво, неопходно да се побиједе многи индустријски гиганти у ери брзог и револуционарног технолошког напретка?

Постојање људског капитала и његова мобилност у великој мјери дају одговор на горе постављена питања. Заиста, људски и интелектуални капитал су постали кључни економски ресурси, с обзиром да су пословна инфраструктура и инвестициони капитал доступни и другдје, па знање и креативност постају једина дугорочна конкурентска предност. Развој интернета и сродних технологија повећао је тражњу за иновативним идејама, креативним рјешењима и уникатним производима. Међутим, да би боље разумјели Шумпетерову теорију економског динамизма, неопходно је претходну дискусију ставити у један шири контекст.

<sup>28</sup> Hamel, G., Prahalad, C.K. *Competing for the future*. Cambridge: Harvard University Press, MA, 1994.

#### 4. Нове економске географије

Кренимо од Алфреда Маршала, једног од утицајнијих економиста 19. и 20. вијека који се, између осталог, бавио анализом специјализованих индустријских области којима доминирају велике компаније. У том смислу, маршалијанско индустријско подручје је алтернатива гигантској фирми, што данас представља МНК. У својим анализама, Маршал је истицао важност тзв. индустријске атмосфере, иако није улазио у анализу друштвеног контекста.

У Маршаловој концептуализацији индустријске области, могућност користи од вањских економија, захваљујући просторној близини,<sup>29</sup> главни је разлог који подстиче фирме да се лоцирају једна близу друге. То је концепт екстерналија који односи на користи које фирма узима јер је лоцирана у индустријској зони. У Маршаловим анализама, индустријске области могу допринијети вањским економијама регионално концентрисаних фирми. Теоријски, географске агломерације и регионалне неједнакости резултат су равнотеже тензије између центрипеталних и центрифугалних сила. Маршал је описао три главне центрипеталне силе, назване маршалијанска триада, које су основа постојања агломерације: ефекти који резултирају специјализацијом због подјеле рада у индустријској зони; ефекти који резултирају креирањем инфраструктуре, информације и комуникације; и R&D, којим поједина фирма може стећи предност и ефекти који резултирају из расположивости високоспецијализоване радне снаге.

Позивајући се на Маршалово истраживања, Генар Мирдал<sup>30</sup> развио је модел *ценџар-периферија* који се, иако једноставне концептуализације, још увијек користи на различитим географским нивоима. По њему, кључни концепт просторног развоја је кумулативна узрочност, што се може објаснити ефектима ширења и „ерозије” (одлива). У односима између главних и периферних земаља, постоје ефекти ширења и ерозије. Ефекти ширења су позитивне користи, у смислу преноса технологије од главних ка периферним земаљама. Одлив мозга, који се односи на тенденцију да високообразовано становништво периферних земаља мигрирају ка развијеним земаљама или центрима, може се посматрати као примјер негативних ефеката или ерозије. Многе индустрије (укључујући индустрије услуга као што је банкарство) концентрисане су географски и јасно је да су такви кластери важан извор међународне специјализације и трговине. Чини се да генерално боље дјелују регионални кластери у односу на национални просјек у САД. Компаративна анализа 34 регионална кластера у 17 европских земаља

<sup>29</sup> Myrdal, G. *Economic Theory & Underdeveloped Regions*. London: Duckworth, 1957.

<sup>30</sup> Sassen, S. *Global Cities: New York, London, Tokyo*. Princeton: Princeton University Press, 1991.

открива да новији и на науци засновани кластери доминирају у европском контексту<sup>31</sup>, те да су релативно мали поредећи се са оним у САД-у.

Пол Кругман је један од водећих економиста који је комплетирао маршалијанску тријаду, са јасним прегледом центрипеталне агломерације економија, које су релевантне у глобалној економији<sup>32</sup>, а то су: 1) ефекти величине тржишта - везе тражње и трошкова (примјер индустрије финансијских услуга, клијената и додатних услуга концентрисаних у Њујорку), 2) згуснута тржишта рада, те 3) чисте екстерне економије (локална концентрација економске активности може створити више или мање чисте вањске економије путем кружења информација).

Кругман (1995) такође идентификује центрифугалне силе које дјелују на географску концентрацију: 1) непокретни фактори (укључујући радну снагу - компаније селе своје активности тамо гдје и тржиште рада); 2) рентирање земљишта - концентрације економске активности генеришу повећану тражњу за локалним земљиштем (као што је у Лос Анђелесу рентирање земљишта центрифугална сила); 3) чисто екстерне дисекономије (као што је конгестија или прекомјерна акумулације).

Кругман употребљава назив *нова економска географија*, до којег је дошао посматрањима моделирања стратегије, која се концентрише на улогу ефеката величине тржишта у генерисању веза, које подстичу географску концентрацију с једне стране, а с друге стране се налазе супротне снаге непокретних фактора.

Ефекти *центар-периферија* се огледају у степену развијености земаља и регија. На почетку 21. вијека земље *центра* су развијене и богате. Ту спадају САД, ЕУ, Јапан, Канада и Аустралија. Земље *периферије* (Азије, Латинске Америке и Африке) мање су развијене - имају низак економски раст, ниже образовање и нижи животни стандард. Чини се да полупериферне земље побољшавају своју позицију у глобалној економији, док се неке периферне земље налазе у фази стагнације. Нове индустријске земље (НИЦ) као што су „4 змаја или азијски тигрови” (Јужна Кореја, Тајван, Хонг Конг и Сингапур) и „Мали змајеви” (Малезија, Тајланд, Индонезија и Филипини), недавно биљеже константан економски раст и могу се класификовати као полупериферне.

Кад је у питању ЕУ, њена економска интеграција ствара нове економске регије које су из глобалне перспективе и богате и развијене. У томе контексту стварају се и нове форме регионалне подјеле рада. Један од циљева економске интеграције ЕУ је и смањење разлика у економској развијености

<sup>31</sup> Regional clusters in Europe, Observatory of European SMEs 2002/ No. 3, European Commission.

<sup>32</sup> Krugman, P. What's New About the New Economy Geography. *Oxford Review of Economic Policy*. Vol 14, No 2, pp. 7-17, 1998.

земаља чланица, као и регија у оквиру појединих земаља. Економска интеграција и глобализација су два тренда која карактеришу садашњи развој глобалне економије и гдје је смањена улога државе. У исто вријеме, понеки дијелови моћи се, због формалне интеграције (примјер ЕУ), помјерају према мултирегионалним организацијама.

Стварање уније слободне трговине ће довести до креирања трговине и њене дивергенције (смањење извозничке ефикасности). Трговина о којој говоримо је она која настаје када се домаћа производња замијени јефтинијом робом из увоза, из неке земље чланице (врло изражено у Босни и Херцеговини). Дивергенција трговине значи да се оригинални извози са свјетских тржишта замијене извозима земаља чланица са скупљим производима. Овај феномен доводи до помјерања од више до мање ефикасних произвођача, што узрокује губитке благостања. Из сличних разлога није сталан интерес поједине МНК или земље да промовише регионалну интеграцију ако би то значило подређеност успостављеног тржишта до повећане конкуренције међу новим учесницима.

Захваљујући либерализацији тржишта, Кругманова економска агломерација је потпуно релевантна. Значајан је ефекат величине тржишта *центра* на тржиштима ЕУ. Повезаност тражње значи да је подручје од Милана, у Италији, до Лондона, у Енглеској, преферирана локација за креирање додатних услуга у индустрији као што су банкарство и финансије. Неке регије са тенденцијом брзог економског раста историјски дуго егзистирају у такозваним половима економског раста, примери су: „*Third Italia*” (Трећа Италија); „*Baden- Württemberg*” и „*London City*”.

У последњих неколико деценија свједоци смо убрзаног раста економије обима појединих регија централне и источне Европе. Развој ових земаља зависиће како од унутрашњих тако и од вањских фактора. Такође се јављају алтернативне локације за нове локалне, регионалне и наднационалне фирме које стварају своју конкурентску позицију и развијају умрежавање у ланцу вриједности, а у циљу смањења трошкова производње, приступа новим каналима дистрибуције, унапређења логистике, аутсорсинга, итд.

Очигледно је да је Мирдалов модел *центар-периферија* динамичан. Према Алберту Хиршману<sup>33</sup>, просперитет главних градова се одвија кроз повећање прихода (на основу знања и креативности), са пратећим иновацијама водеће технологије. Урбани гета су дијелови познатог производног система Силиконске долине, као што су инжењерске лабораторије у Станфорд, или војне погодности R&D<sup>34</sup>. У САД, главни разлог груписања око

<sup>33</sup> Hirschman, A. *The Strategy of Economic Development*. New Haven: Yale University Press, 1958.

<sup>34</sup> S Saxenian, A. *Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*. Cambridge: Harvard University Press, 1994..

универзитета је могућност да је технологија, финансирана од стране Владе САД, катализатор економске агломерације у модерним индустријама које се базирају на науци. Може се аргументовано рећи да географска близина служи инкубацији нових технологија.

Према Кругману,<sup>35</sup> разлике у економском развоју нису у вези са локацијом. Оне земље које су близу екватора, нагињу сиромаштву више од оних земаља које се налазе у хладнијим зонама. Нордијске земље су успјешни примјери и ЕУ и глобалне економије. Колико ова чињеница зависи од географије - кључно је питање модела кластера. Очигледно је да постоје и велике развојне неједнакости унутар земаља, као и изражена тенденција популације у погледу концентрације у неколико густо насељених регија. Дакле, проблем земаља које су лоциране око екватора нису тропски климатски услови. То је, мање-више, политичка историја. Ове земље су биле колоније 1880-2000. године, када је била створена комерцијална и технолошка доминација регија западне хемисфере, посебно ЕУ, САД и Јапана. Према Кругману, мале историјске случајности могу узроковати да нека земља постане дио индустријског центра или периферија са градом од 10 милиона становника.

По моделу М. Портера, различите су фазе конкурентског развоја кроз који пролазе националне индустрије. Портер указује на четири кључне фазе<sup>36</sup> националног конкурентског развоја. Прве три фазе укључују успјешно изграђивање конкурентских предности нације и биће повезане са прогресивно растућим економским просперитетом<sup>37</sup>, док четврта фаза доводи до опадања конкурентских предности нације, јер је нова акумулација богатства проблематична. Другим ријечима: економија коју покреће раније акумулисано богатство, не може одржати свој динамизам пошто мотива-

<sup>35</sup> Krugman, P. The Role of Geography in Development International. *Regional Science Review*, Vol. 22, No. 2, pp.142-161, 1999.

<sup>36</sup> i) Фактор-покретач који се односно на услове на тржишту укључујући цијена рад, домаћа тражња за робама/услугама, приступ природним ресурсима итд. У овој фази домаћа производња је мање базирана на напредној технологији и слаба је конкурентност домаћих фирми на глобалном тржишту; ii) Инвестиције као покретач - у овој фази земље развијају конкурентске предности усавршавајући своју ефикасност у производњи стандардних производа и услуга, уз софистициранију производњу; фирме више инвестирају у напредну технологију и модернизацију производних могућности итд. У складу са тим се дефинишу развојне политике које су оријентисане на дугорочна дешавања; унапређење инфраструктурних и административних услова; iii) Иновација-покретач/ оријентација према иновацији, у овој фази домаће фирме креирају своју конкурентну предност на иновативним бизнис моделима, продуктивности, стварање кластера итд., гдје предузетништво и иновативност играју кључну улогу; и, iv) Богатство-покретач/оријентација према богатству: за разлику од других фаза, у овој фази фирме се базирају на прошлу акумулацију богатства, а у немогућности да генеришу ново, те тако губе конкурентност, како на домаћем тако и на глобалном тржишту. (Porter M. E. *The Competitive Advantage of Nations*. London: Macmillan, pp. 545-565, 1990.)

<sup>37</sup> Примјер Финске између 1880. и 1990. године.



ција инвеститора, менаџера и појединаца поткопава постојеће улагање и иновацију. Транзиција кроз наведене фазе није аутоматска, јер неке земље могу заостати у некој фази. Примјер овоме је Јужноафричка Република, држава која је и поред интензивног улагања у развој постала осјетљива на конкуренцију због релативно високих трошкова рада<sup>38</sup>. Радикалне структурне реформе послеријатног Јапана јасно демонстрирају ефикасну еволуцију кроз различите фазе Портеровог модела. Са становишта САД, Ругман<sup>39</sup> сматра одличним Портеров концепт дијаманта, идентификацију кластера и четири фазе економског развоја које су оправдане.

Међутим, свјетска економије не зависи само од економских кретања или наведених фактора, што доводи у питање саму валидности Портеровог модела. Све четири фазе се не могу тачно одвојити, али оне описују главне компоненте одређених фаза на којима се базира економски и индустријски развој конкурентности државе. Ове фазе такође одражавају изворе предности националних предузећа у међународној конкуренцији, као и природу и обим међународно успјешних индустрија.

Према новој парадигми економског развоја, која се базира на економији знања, приступ крајњим корисницима знања је кључан. С друге стране, глобализација значи повећање конкуренције, а осим тога наглашава и значај специјализације и употребу локалних компаративних предности. Глобална економија има, такође, своју тамну страну. Супституисање рада и капитала технологијом, заједно са помјерањем производње према локацијама гдје су трошкови нижи, резултирало је таласом смањивања корпоративних активности широм Европе и Сјеверне Америке<sup>40</sup>.

Једна од кључних тема *Нове економске географије* данас је свакако *Нова, дигитална економија*. Несумњиво је значајан утицај интернета и са интернетом повезаних технологија на економски раст. Сам интернет је отворио мноштво пословних могућности, тако да је оно што је стартовало као алтернативни канал маркетинга, убрзо проширено на комплетан економски систем.

Успјех интернета у више крајева свијета је илустрација класичне агломерације економија. Такође, за разлике од претходних достигнућа, интернет је креирао снаге и за деагломерацију и за агломерацију<sup>41</sup>. Интернет омогућава даљинску координацију иновативних активности. Ради његове главне

<sup>38</sup> Ozawa, T. Japan in a new phase of multinationalism and industrial upgrading: functional integration of trade, growth and FDI. *Journal of World Trade*. 25 (February), pp. 43-60, 1991.

<sup>39</sup> Rugman, A. Diamond in the Rough, *Business Quarterly*, Vol. 55, 1991, pp.61-64, 1991.

<sup>40</sup> Baily, M., Bartelsman, E., Haltiwanger, J. Downsizing and Productivity Growth: Myth or Reality? *Small Business Economics*. 8(4), pp. 259- 278, 1996.

<sup>41</sup> Castells, M. (1996) The Rise of the Network Society. *The Information Age: Economy, Society and Culture*. Vol. I. Blackwell, Oxford, 1996.

карактеристике да се не може „осјетити” или „додирнути”, интернет захтијева потребу за дубоким, личним контактима.<sup>42</sup> То је довело до пораста мрежне/ нет економије, која интегрише интернет са медијима и другим индустријама.

Осим информације, постоји и димензија знања, кључни ослонац глобалне економије. Знање представља способности појединаца или група повезаних значењем и разумијевањем, као и могућности да се организује, приступи и протумачи информација, док је информација знање које је редуковано на поруке које се преносе до оних који доносе одлуке<sup>43</sup>. Идеја је да могућност дигитализације велике количине информација може повећати профитабилност знања, производње, употребе и дифузије.

У контексту центрифугалних и центрипеталних сила, трошкови тражења и усклађивање/ подударане глобалних партнера су маргинални у односу на период прије појаве интернета и дигитализације. Осим складности, у индустрији медија јача и важност висококвалитетног садржаја, као конкурентског фактора. Изграђена и прилагођена информација дистрибуисана преко интернета постаће конкурентска предност. На основу тога, лако је закључити да је будућност традиционалних медија доведена у питање. Тренд развоја интернета и приступачност и кориштење нових технологија убрзавају прелаз од тржишта оријентисаног ка продавцу према тржишту које је оријентисано на купца. То се дешава и у јавној администрацији. Приступ оријентисан ка купцу/кориснику је ефикаснији у високо развијеним градовима или *дигиталним жаришћима*. Ове врсте ефеката агломерације на нову економску географију инспирисале су креаторе развојних политика широм свијета да покушају имитирати успјех Силиконске долине, нудећи смањивање пореза, инфраструктуре и регулаторне олакшице *high-tech* фирмама на специфичним локацијама.

Посљедице ефеката агломерације нису сасвим јасне. Могу се идентификовати два ефекта компензације. С једне стране, претпостављајући глобалну усклађеност компјутера, комуникација и система емитовања, релевантност Маршалове - Кругманове тражње и повезаност трошкова је редуцирана и ближа је снабдјевачима, тако да потрошачи постају мање важни. Са друге стране, потреба да се буде близу кључним потрошачима је кључна због трансфера материјалног знања. Ови непокретни фактори се могу потпуно искористити регионалним груписањем учесника. Извјесна подручја пословне активности су по својој природи глобална.

<sup>42</sup> Dasgupta, P., David, P. Towards a new economy of science, in Research Policy, No. 23. 1994; Burton-Jones, A. *Knowledge Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 1994.

<sup>43</sup> Gillespie A., Richardson, R., Cornford, J. *Regional Development and the New Economy*. European Investment Bank Papers, Vol 6 n 1, 2001, p 109-131, 2001.

Ипак се чини да су ефекти агломерације интернета јачи од ефеката деагломерације. Универзитетски центри чисто интелектуалних активности су чак хетерогенији од центара материјалних активности. Према томе, садашња или будућа усавршавања комуникационих технологија, као што је то интернет, не могу елиминисати улогу близине. Још увијек постоји захтјев лоцирања у близини потрошача/купца, па иако се често чини да је интернет неопходан услов за добијање информације, сам је недовољан при склапању трговине. Фирме у својим пословним активностима постају све више „слободне“<sup>44</sup>. Трошкови помјерања операција у различите земље (или регионе) су у константном паду. Трошак промјене локације наглашава праг на коме фирме могу одлучити да мијењају локације. Нематеријална имовина је релативно неограниченог капацитета и фирме могу експлоатисати њихову вриједност користећи их код куће, рентирајући их (нпр. лиценца) или продајући их (нпр. продаја брэнда). Она су релативно отпорна на удвостручене напоре конкурената.

Најновија дискусија о регионалној агломерацији укључује и ону коју је креирала држава. Заједничка карактеристика ове врсте ресурса јесте да је то производ дугорочних улагања у датој држави. Типични примјери су образовни систем, технолошке и организационе способности, инфраструктуре комуникација и маркетинга, продуктивност рада и истраживачке способности. У претходној дискусији се не смије заобићи креативност која је, уз знање, један од кључних изазова интеграција дигиталне технологије. У том смислу, корист од креативности ангажованог људског капитала је попут користи од развоја софтвера за претраживање података из електронских библиотека, што за резултат има компатибилност хардвера и софтвера у различитим системима. Међутим, главна препрека у прихватању нове економије није технолошке већ више културне природе. Култура, као колективно сјећање, укључује слике, симболе као и вриједности које датирају из далеке прошлости. Свијет је у срцу транзиционог процеса од индустријског ка информатичком друштву. Због ове транзиције, пословна заједница је стављена пред велике изазове. Могућности за испољавање креативности су неограничени. То је, између осталог, великим дијелом и условљено културом која у многим земљама доживљава корјениту трансформацију и све више се говори о новој или глобалној култури.

<sup>44</sup> Grant, R. The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation. *California Management Review* 33 (Spring) pp. 114-135, 1991. Maskell, P., et al (1998) Competitiveness, Localised Learning and Regional Development. Lucas, R. *On the Mechanics of Economic Development*. *Journal of Monetary Economics* 22: pp. 3-42, 1988.

## 5. Закључци

Дискусија је јасно показала да Шумпетерова креативна деструкција ствара економски дисконтинуитет као и услове за предузетничке амбиције за увођење иновација, те остваривање монополске добити. Конкуренција је сама по себи деструктивна - нормализује нивое добити након реализације иновацијских ефеката, додатне вриједности итд. Дискусија тако потврђује Шумпетерове тврдње да је конкуренција динамички процес која се рефлектује у разликама и борби међу компанијама, а не као статична конкуренција Валрасовог система. У Шумпетеровој властитој визији економског система, теорија економских циклуса и теорија раста су нераздвојни. Информациона технологија, као кључни покретач економског развоја, је последица а не узрок динамике економског раста. Дилеме на Шумпетерове тврдње су великим дијелом отклоњене и новом економском географијом гдје Варласов систем резидуалне анализе не може дати валидан одговор на динамику економских кретања у свијету. Неокласична теорија економског раста је далеко из нас.

## Литература

1. Baily, M., Bartelsman, E., Haltiwanger, J. Downsizing and Productivity Growth: Myth or Reality? *Small Business Economics*. 8(4), pp. 259- 278, 1996.
2. Baumol, W. Entrepreneurship: productive, unproductive, and destructive. *Journal of Political Economy*. 98(5), pp. 893-921, 1990. Baumol, W. *Entrepreneurship, management, and the structure of payoffs*. Cambridge and London: MIT Press, 1993.
3. Castells, M. (1996) The Rise of the Network Society. *The Information Age: Economy, Society and Culture*. Vol. I. Blackwell, Oxford, 1996.
4. Dasgupta, P., David, P. Towards a new economy of science, in *Research Policy*, No. 23. 1994; Burton-Jones, A. *Knowledge Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 1994.
5. European commission (2010), Communication from the commission, Europe 2020, a strategy for smart, sustainable and inclusive growth, Brussels
6. Georgescu-Roegen, N. Methods in Economic Science. *Journal of Economic Issues*. V. 13, N. 2 (June): 317-328, 1979.
7. Gillespie A., Richardson, R., Cornford, J. *Regional Development and the New Economy*. European Investment Bank Papers, Vol 6 n 1, 2001, p 109-131, 2001.

8. Grant, R. The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation. *California Management Review* 33 (Spring) pp. 114-135, 1991.
9. Hirschman, A. *The Strategy of Economic Development*. New Haven: Yale University Press, 1958.
10. Jensen, M. *The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems*. *Journal of Finance*, 1992.
11. Krugman, P. The Role of Geography in Development International.
12. Krugman, P. What's New About the New Economy Geography. *Oxford Review of Economic Policy*. Vol 14, No 2, pp. 7-17, 1998.
13. Lucas, R. *On the Mechanics of Economic Development*. *Journal of Monetary Economics* 22: pp. 3-42, 1988.
14. Moore's original statement can be found in his publication „Cramming more components onto integrated circuits”, *Electronic Magazine*, 19.4.1965.
15. Myrdal, G. *Economic Theory & Underdeveloped Regions*. London: Duckworth, 1957.
16. Ohmae, K. *The End of Nation State*. Cambridge: A Harvard Business Review Book, 1995.
17. Ozawa, T. Japan in a new phase of multinationalism and industrial upgrading: functional integration of trade, growth and FDI. *Journal of World Trade*. 25 (February), pp. 43-60, 1991.
18. Peters, T. *Thriving on Chaos*. New York: Harper & Row, 1990.
19. Porter M. E. *The Competitive Advantage of Nations*. London: Macmillan, pp. 545-565, 1990.
20. Porter, M. *Competitive Advantages of Nations*. New York: Macmillan, Free Press, 1990.
21. Pounder, R.St., John, C. Hot Spots and Blind Spots: Geographical clusters of the firms and innovation. *Academy of Management Review*. Vol. 121 No.4, 1192-1225, 1996.
22. Regional clusters in Europe, Observatory of European SMEs 2002/ No. 3, European Commission.
23. *Regional Science Review*, Vol. 22, No. 2, pp.142-161, 1999.
24. Romer, P. *Increasing Returns and New Developments in the Theory of Growth*. Chicago: University of Chicago, 1989.
25. Romer, P. Endogenous Technical Change. *Journal of Political Economy*. 98, pp. 338-354, 1990.
26. Rugman, A. Diamond in the Rough, *Business Quarterly*, Vol. 55, 1991, pp.61-64, 1991.
27. S Saxenian, A. *Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*. Cambridge: Harvard University Press, 1994.

28. Sassen, S. *Global Cities: New York, London, Tokyo*. Princeton: Princeton University Press, 1991.
29. Saxenian, A. *Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*. Cambridge: Harvard University Press, 1994.
30. Schumpeter, J. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Routledge, 1942.
31. Solow, R. M. *Lecture to the memory of Alfred Nobel*. December 8, 1987: Growth Theory and After, 1987.
32. Solow, R. M. *Growth Theory, An Exposition*. Oxford University Press, 2000.
33. Toffler, A. *Future Chock*. London: Bodley Head, 1970. Toffler, A. *Third Wave*. New York: Bantam, 1980.
34. Tuomi, Ilkka „The Lives and Death of Moore’s Law”. [http://www.firstmonday.org/issues/issue7\\_11/tuomi/](http://www.firstmonday.org/issues/issue7_11/tuomi/)

*George W. Kester<sup>1</sup>*  
*Goran Radivojac<sup>2</sup>*

## Савремена парадигма задуживања као лекција научена током глобалне финансијске кризе

### The modern paradigm of borrowing as a lesson learned during the global financial crisis

#### Резиме

*Бруто домаћи производ (БДП) Републике Српске забиљежио је нејативну степену раста од 0,9% у трећем кварталу 2012. године у односу на исти период од 2011. године, показују подаци Завода за статистику Републике Српске. Тиме је настао пад БДП-а који је забиљежен у претходна два квартала 2012. године. С друге стране, у извештају Завода за статистику РС наводи се да је до највеће раста БДП-а дошло у области финансијској посредовања и то за 7,6%, што је могуће објаснити појачаном тражњом јавној сектору за новцем у сврху финансирања текуће дефицита.*

*Сходно томе, у пракси се врло често поставља питање - где су крајње границе задуживања? Поједностављен приступ изражењу одговора на претходно питање упућује на закључак да капацитет задуживања зависи од процијене вриједности колатерала (обезбјеђења) кредитној агенцији. Ипак, одговор на постављено питање треба тражити у студиозној анализи новчаних токова (прилива и одлива) зајмопримца, те на основу тако добијених резултата испитивајући способност зајмопримца да оtplати узет кредит из будућих новчаних токова.*

<sup>1</sup> Washington and Lee University, kesterg@wlu.edu

<sup>2</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, goran.radivojac@efbl.org

**Кључне ријечи:** задуживање, банке у Републици Српској, 5Ц.

## Summary

*According to data published by the Statistical Office of the Republic of Srpska, Gross Domestic Product (GDP) of the Republic of Srpska recorded a negative growth rate of 0.9% in the third quarter of the year 2012. compared to the same period of the year 2011. This continued a decline in GDP, which is recorded in two quarters of the 2012. On the other hand, a report by the Statistical Office said that the greatest GDP growth occurred in financial intermediation by 7.6%, which is explained by increased public sector demand for money in order to finance the current budget deficit. Consequently, in practice, we often hear same question in context of the borrowing dilemma - where are the limits of borrowing? Simplified approach in seeking answers to the previous question suggests that the borrowing capacity depends on the estimated value of the collateral of credit arrangement. However, the answer to this question should be sought thorough the analysis of the borrowers cash flows (inflows and outflows), and on the basis of such results we have to do serious examination of the abilities of borrowers capacity to repay their loans from cash flows in the future period of time.*

**Keywords:** debt, banks in the Republic of Srpska, 5C.

## 1. Увод

Бруто домаћи производ (БДП) Републике Српске забиљежио је негативну стопу раста од 0,9% у трећем кварталу 2012. године у односу на исти период 2011. године, показују подаци Завода за статистику Републике Српске. Тиме је настављен пад БДП-а који је забиљежен у претходна два квартала 2012. године. У првом кварталу 2012. године економија РС је имала пад БДП-а од 0,9%, док је у другом тромјесечју забиљежен пад од 0,6 %. Највећи пад БДП-а у трећем кварталу 2012. године забиљежен је у производњи и снабдијевању струјом, гасом и водом и то за 14,2%. БДП је имао негативну стопу раста и у пољопривреди, лову и шумарству за 6,3%, те у грађевинарству за 4, %. С друге стране, у извјештају Завода за статистику РС наводи се да је до највећег раста БДП-а дошло у области финансијског посредовања и то за 7,6%, што је могуће објаснити појачаном тражњом јавног сектора за новцем у сврху финансирања текућег дефицита.

Сходно томе, у пракси се врло често поставља питање - гдје су крајње границе задуживања државе, појединца или компаније. У овом раду ће преваходно бити третирани лимити задуживања компанија, уз напомену да



не постоји значајнија суштинска разлика у контексту задуживања државе или појединца. Поједностављен приступ тражењу одговора на претходно питање упућује на закључак да капацитет задуживања зависи од вриједности колатерала (обезбјеђења) кредитног аранжмана. Мало студиознији приступ полази од анализе билансних позиција зајмопримца након које слиједи поређење добијених резултата са истим или сличним компанијама у истој индустрији или привредној грани. Дакле, неопходна је анализа, а одмах затим и поређење приносног, имовинског и финансијског положаја зајмопримца са другим сличним субјектима из његовог пословног окружења. На крају, одговор на постављено питање можемо тражити и студиозном анализом новчаних токова (*урилива и одлива*) зајмопримца, те на основу тако добијених резултата испитивати способност зајмопримца да отплати узете кредите из будућих новчаних токова.

Циљ овог чланка је разматрање могућих праваца дјеловања у процесу тражења одговора на суштинско питање са којим се суочава свака банка као зајмодавац и, најчешће, свака компанија као зајмопримац – колико дуга је превише дуга?

## 2. Теоријски оквир за оцјену кредитног потенцијала зајмопримца

У често цитираном чланку нобеловаца Модилјанија и Милеа (1958), на студиозан и систематичан начин презентовано је неколико поједностављених претпоставки према којима структура капитала компаније не утиче на вриједност компаније. Међутим, имајући у виду утицај пореза, могућег стечаја, агенцијских трошкова и асиметричних информација, теорија структуре капитала је еволуирала у правцу нове, шире постављене, тезе да задуживање *не утиче* на вриједност компаније.

Савремене теорије структуре капитала могу се сврстати у двије основне категорије: „*pecking - order hipoteza*” и „*statički trade-off model*.”<sup>3</sup>

*Pecking - order хипотеза* подразумева постојање хијерархије у прибављању недостајућих средстава за финансирање пословних активности. У оквиру те хијерархије, компаније преферирају интерне изворе финансирања у односу на екстерне изворе финансирања, а и ако прибављају средства из екстерних извора финансирања, онда преферирају задуживање у односу на емисију нове серије акција. Ова емпиријски фундирана хипотеза, која је теоријски доказана на основу истраживања утицаја асиметричних информација - Мајерс (1984) и Миерс и Мајлуф (1984), у складу је са Доналдсоновим (1961) класичним описом стварних пракси приликом одабира и

<sup>3</sup> Наведени израз би у дословном преводу са енглеског језика гласио „статички модел замјене” (оп. а.)

дефинисања извора и модела финансирања, у којем је овај аутор закључио да у већини посматраних случајева компаније преферирају интерне изворе финансирања, уз наглашену аверзију према емисији обичних акција.

*Стајички trade-off модел* подразумева постојање оптималног односа дуга и сопственог капитала, који је одређен односом између *корисни* и *широшкова задуживања*. Међутим, како истиче Лојпур (2009), детерминисање „оптималне” структуре капитала у пракси није „ни лако ни једноставно.”

Нажалост, ниједна од ових теорија није посебно корисна у процјени капацитета задуживања и способности компаније да плати камату и отплати главницу о року доспијећа.

Методолошки оквир који често користе банке у САД, али и другдје, приликом процјене кредитне способности клијената подразумева процјену његовог карактера, капитала, колатерала, капацитета као и услова пословања зајмопримца.

*Карактер* се односи на репутацију дужника, његово понашање и интегритет. *Капитал* се односи на инвестиције (капитал) од стране корисника кредита. *Колатерал* се односи на имовину, као што су потраживања, инвентар и основна средства која зајмопримац може да заложити као адекватно обезбјеђење поврата главнице и камате о роковима доспијећа. *Капацитет* се односи на способност компаније да камате и главницу исплаћује и у условима финансијских неприлика. *Услови* се односе на текуће и очекиване, економске и кредитне услове, као и еластичност прихода дужника и токова готовине у свакодневном пословању.<sup>4</sup>

Иако сваки од ових фактора јесте важан, једна од веома важних лекција глобалне финансијске кризе јесте да задуженост не треба посматрати само из угла колатерала или износа расположивих средстава која су заложена као гаранција, већ да капацитет дужника превасходно треба посматрати из угла способности дужника да о року доспијећа измири обавезе по основу камате и главнице и то не само у „добрим временима” (оптимистична пројекција пословања), већ и у „лошим временима” (песимистична пројекција пословања).

### 3. Новчани ток расположив за отплату дугова

Као што је већ речено, кредитни капацитет зајмопримца и могућност отплате кредита зависи од његових новчаних токова како у „добрим временима”, тако и у „лошим временима”. Сваком дужничко-повјерилачком односу је својствен оређен ниво ризика, јер подразумева да се извршење

<sup>4</sup> На енглеском језику, овај оквир (*character, capital, collateral, capacity and conditions*) познат је као 5Ц модел за оцјену кредитног бонитета.

уговорне обавезе - плаћање камате и главнице, врши периодично и то у унапријед дефинисаним временским интервалима. Немогућност измирења ових обавеза од стране зајмопримца може да га доведе до стечаја. Нестабилни и неизвјесни будући новчани токови условљавају и несигурност у погледу његове способности да плати камату и главницу, те самим тим зајмопримац може у датом тренутку и мање да се задужи. Насупрот томе, стабилнији и сигурнији будући новчани токови, омогућавају зајмопримцу да се задужије више јер своју кредитну способност доказује једноставније.

Такође, у пракси, постоје кредити чија је отплата директно везана за конверзију неке специфичне имовине у готовину (нпр. сезонски кредити за финансирање обртне имовине, потраживања и сл.) или рефинансирање једног кредита узимањем другог кредита или емисијом нове серије акција. Свакако, ово није случај код кредита одобрених за финансирање набавке или ремонтовања сталних средстава - они се отплаћују из новчаног тока текућих пословних активности, а никако не само од конверзије те специфичне имовине у готовину. За разумијевање ове проблематике од пресудног је значаја имати на уму да је новчани ток ријетко када једнак исказаној нето добити. У реалним околностима постоје бројне компаније које су профитабилне, али не генеришу позитивне токове готовине. Ово је посебно индикативно код брзо растућих компанија. За ове компаније, додатна улагања у нето обртни капитал и основна средства неопходна да подрже раст продаје (нпр. финансирање продужених рокова наплате потраживања од купаца), често премашују остварену добит у току обрачунског периода. Овакав развој догађаја доводи до растуће потребе за готовином све док се раст продаје не успори и усклади са приливима готовине од купаца.

Новчани ток доступан за отплату дугова може се једноставно израчунати на сљедећи начин:

$$\text{Нето добит} + \text{Амортизација} - \text{Улагања у нето обртни капитал} - \text{Замјена и увећање сталних средстава} = \text{Новчани ток расположив за отплату дугова}$$

Да бисмо утврдили капацитет задуживања неке компаније, морају бити направљене релевантне процјене будућих прихода од продаје, трошкова и добити, али и процјена неопходних додатних средстава у сврху генерисања раста прихода од продаје. Уколико за финансирање додатног нето обртног капитала и сталне имовине није довољна расположива добит, новчани ток за отплату дуга има негативан предзнак те постоји потреба за додатним финансирањем. Несметано измирење доспјелих кредитних обавеза могуће је само када је остварена добит већа од неопходних инвестиција у нето обртни капитал и основна средства. Рок доспијећа кредита требало би да буде везан за способност дужника да га отплати, а не за животни вијек имо-

вине чије прибављање је финансирано задуживањем.<sup>5</sup> Постоје и студије чији аутори сматрају да није необично да кредити за финансирање трајне нето обртне имовине узети у сврху подршке раста продаје могу доспијевати и у року од неколико година.<sup>6</sup>

#### **4. Значај анализе сценарија и анализе осјетљивости, рацио показатеља, обезбјеђења кредита и ризика отплате**

Може се рећи да способност компаније да измирује своје финансијске обавезе - чак и у „лошим временима” - одређује њену способност задуживања. Сама анализа осетљивости је важан дио процјене способности измиривања доспјелих кредитних обавеза у различитим сценаријима који се могу десити у будућности са мањом или већом вјероватноћом. У основи треба дати одговоре на неколико следећих питања. Шта ако раст прихода од продаје буде већи или мањи од очекиваног? Шта ако се успори наплата потраживања од купаца (што се често дешава у рецесији)? Шта ако се набавне цијене сировина нагло повећају? Шта ако каматне стопе порасту? Наиме, чак и ако буде остварена већина пројектованих претпоставки, значајан раст каматних стопа може негативно утицати његову способност зајмопримца да измири своје финансијске обавезе. Ова и слична питања треба размотрити приликом процјене капацитета задуживања неке компаније и њене способности да отплаћује камату и главницу о роковима доспијећа. Често мале промјене у улазним параметрима модела пројектованог пословања могу драматично утицати на укупан готовински ток неке компаније па самим тим и на готовинске токове намијењене за отплату дуга. Анализа осјетљивости може идентификовати кључне варијабле које утичу на успјех компаније и њену способност да изврши своје кредитне обавезе. У том процесу, могуће је стећи потпунију спознају у погледу ризичности неког конкретног кредита.

С друге стране, може се рећи да типичан одговор банкара на питање како процјењујете способност зајмопримца да врати позајмљена средства са каматом гласи: „израчунали смо рацио однос обавеза у односу на имовину и упоредили га са другим сличним компанијама у истој индустрији”. Међутим, овај приступ врло често прати неколико проблема. Често је тешко идентификовати друге компаније које су довољно сличне посматраној

<sup>5</sup> Погледати: *Kester, Hoover and Pirkle* (2004) за илустрацију и дискусију о овом аналитичком оквиру за оцјену финансијских алтернатива заснованом на новчаном току и разматрање одговора на питање колико се зајмодавац може задужити.

<sup>6</sup> Погледати: *Kester and Bixler* (1990) за дискусију од привременим и трајним нето обртним средствима и *Kesler* (1992) за дискусију о финансијским посљедицима раста продаје и имовине.

компанији да би коректно поређење уопште било могуће. Многе компаније су извршиле широку дисперзију својих пословних активности па је и по том основу било какво поређење посебно тешко и проблематично. Чак и ако је могуће идентификовати друге сличне компаније њихове политике финансирања, структура капитала и рацио показатељи најчешће се прилично разликују. У вези са претходно наведеним, много озбиљнији проблем имамо чак и ако двије компаније из исте индустрије имају идентичне структуре капитала - оне могу да генеришу потпуно различите готовинске токове а самим тим и различите могућности отплате кредита - због разлике у стопама раста, структуре трошкова и профитабилности. Укратко, израчунавање, анализу и компарацију рацио показатеља, те њихово коришћење као индикатора капацитета задуживања зајмопримца треба узимати са великим опрезом.

Колатерал пружа могућност зајмодавцу да га на једноставан начин лоцира, идентификује, да упише право хипотеке или залог, те да његовом продајом у извршном поступку намири своја потраживања по основу главнице и припадајућих камата уз покриће трошкова поступка. Имовину која је заложена као обезбјеђење за дати кредит, увијек треба посматрати као секундарни начин намирења дуга. Отворено говорећи, ако је највјероватнији начин отплате кредита продаја колатерала, кредит не би требало да буде одобрен.

Током протеклих неколико година, банке широм свијета биле су суочене са веома тешком (готово немогућом) продајом бројних колатерала. Узимајући у обзир процесно - правне трошкове, трошак времена кредитног службеника и трошкове продаје колатерала, приход од продаје колатерала је ријетко када био довољан за намирење главнице и камате по одобреном кредиту.

Посматрајући овај проблем у ширем контексту, то не треба да чуди. На примјер, ако је зајмопримац радо заложити неку имовину, за коју се најчешће накнадно покаже да ни он сам није могао наћи купца, поставља се логично питање да ли постоји неки разлог да мислимо да ће банка као зајмодавац (који нема ни приближно искуство у погледу карактеристика тржишта исте те имовине) бити много успјешнији продавац. Одговор се намеће сам по себи – готово сигурно зајмодавац **неће бити успјешнији** продавац заложене имовине.

Као што је показала пракса у САД, у 2008. години па и послије тога, чак и непокретност на „доброј” локацији не може се рачунати као квалитетан и поуздан колатерал. Ова констатација никако не значи да колатерал није важан, али значи да је важан тек као резервна или секундарна заштита од

кредитног ризика.<sup>7</sup> Међутим, колатерал не би требало да буде било каква замјена за процјену кредитне способности зајмопримца, и анализу његових новчаних токова из којих треба да сервисира преузете обавезе по кредиту.

На крају, степен задуживања зависи и од односа према ризику који има менаџмент, власник капитала али и сам зајмодавац. Одређени степен ризика је свакако инхерентан у сваком дужничко - повјерљачком односу. Начин и динамика плаћања камате и главнице се унапријед уговарају на начин да је ануитетни план познат и обострано прихваћен, те у складу са њим сва плаћања морају бити извршена у унапријед дефинисаним роковима. У супротном, подразумијева се да је дужник на корак од финансијских неприлика и стечаја јер су банке веома ригидне у заштити својих интереса и права из уговора о кредиту. Међутим, степен ризика који је за зајмодавца прихватљив код једног дужника може бити неприхватљив код другог дужника. Прихватљив степен ризика за једног повјериоца може бити неприхватљив за другог повјериоца тј. неки зајмодавци су много опрезнији од других. Исто тако, неки клијенти банке могу бити прилично конзервативни, желећи да смање учешће дуга у структури капитала, док други корисници кредита могу да буду веома агресивни у намјери да се задужеју. Дакле, у пракси се дешава да исти ниво кредитног ризика процијењен код различитих дужника, буде неприхватљив за зајмодавца из разних разлога као што су сумња у обављање недозвољених и илегалних послова, „прање” новца и сл.

## **5. Кредитна активност банака у Републици Српској: Прије и послије глобалне финансијске кризе**

Банкарски сектор у Републици Српској остварио је од 1. јануара до 30. септембра 2012. године укупну нето добит од 52,4 милиона КМ, док је њена вриједност у истом периоду прошле године била 40,9 милиона КМ, наводи се у извјештају Агенције за банкарство Републике Српске.<sup>8</sup>

У овом периоду укупни бруто кредити износили су 4,52 милијарди КМ и порасли су за 9%, док су кредити становништву порасли за 3%.

Учешће некавалитетних кредита на крају овог периода у укупном кредитном портфолију порасло је за 0,57 %а у односу на крај 2011. године и износи 12,03 %.

Укупне обрачунате резерве за покриће потенцијалних кредитних и других губитака по регулаторном захтјеву веће су за 13% у односу на прошлу

<sup>7</sup> Кредитни ризик неке банке може се дефинисати као ризик да камата или главница, или оба елемента заједно, на неће бити отплаћени на начин дефинисан уговором о кредиту.

<sup>8</sup> Веб страница вијести агенције Срна од 27.12.2012; [www.srna.rs](http://www.srna.rs)

годину, а стопа покривености класификоване активе резервама је 9,2 % и побољшана је у односу на претходну годину.

Депозити као основни извор финансирања у овом периоду износили су 4,27 милијарди КМ и већи су за 7% у односу на крај 2011. године.

Банке у Републици Српској активирале су за девет мјесеци ове године хипотеке вриједне 72,4 милиона КМ, што је за скоро 12 милиона КМ више у односу на прошлу годину.

У Агенцији су истакли да су банке по основу наплате потраживања у првих девет мјесеци 2012. године активирале хипотеке у сектору правних лица у износу од 68 милиона КМ, по основу нередовног измиривање обавеза од стране зајмопримца за 208 кредита. Активиране хипотеке у сектору правних лица у овој години имају стопу раста од 24% у односу на крај 2011. године.

*(У 2011. години активиране хипотеке у овом сектору износиле су 54,9 милиона КМ по основу 211 кредити)*

У сектору становништва, за наведени период 2012. године, активиране су хипотеке у вриједности 4,4 милиона КМ и то по 97 кредита, што представља пад за 21% у односу на крај 2011. године, када је вриједност активираних хипотека износила 5,6 милиона КМ по основу 93 кредита.

Према подацима објављеним за период јануар - септембар 2012. године, укупан износ кредита који су осигурани уписом хипотекарног права над некретнинама, за свих десет банака из Републике Српске, износио је 2,3 милијарде КМ што одговара стопи раста од 12% у односу на крај 2011. године. На крају 2011. године ти кредити износили су 2,1 милијарду КМ.

Укупни кредити банкарског сектора Републике Српске закључно са септембром 2012. године износили су 4,5 милијарди КМ, што одговара стопи раста од 9% у односу на крај 2011. године када су износили 4,1 милијарду КМ. Неквалитетни кредити у наведеном периоду износили су 544,2 милиона КМ и чине 12,03% од укупних кредита.

У сврху сагледавања проблематике којој је посвећен овај чланак, аутори су креирали упитник у оквиру којег су постављена питања и понуђени одговори учесницима у овом ограниченом истраживању. Наведени упитник је прослијеђен кредитним службеницима и руководиоцима корпоративног сектора у седам банака које послују у Бањој Луци. Аутори су имали намјери да „из прве руке” добију што више аутентичних и релевантних информација о ефектима глобалне финансијске кризе на одлуке о пласирању кредита у банкарском сектору Републике Српске. Упитници су креирани у форми анкете са циљем добијања оцјене испитаника изражене на скали од 1 до 5 (гдје 1 = неважно и 5 = важно). Дакле, у фокусу нашег интереса је била оцје-

на релативног значаја карактера, капитала, колатерала, капацитета и услова одобравања кредита прије и после глобалне финансијске кризе.

Резултати, рангирани по редослиједу важности, приказани су у табелама 1. и 2. у периоду прије и после глобалне финансијске кризе (2007-2008), респективно.

**Табела 1:** *Релативни значај фактора који утичу на доношење одлуке о одобравању кредита ПРИЈЕ глобалне финансијске кризе*

Опис	Средња вриједност
<b>Капитал</b> – капитал зајмопримца	3.71
<b>Капацитет</b> – способност зајмопримца да отплаћује камату и главницу	3.43
<b>Колатерал</b> - обезбјеђење у виду потраживања, залиха или сталне имовине које зајмодавац узима у сврху обезбјеђења отплате кредита	2.86
<b>Карактер</b> – репутација, карактер и интегритет зајмопримца	2.57
<b>Услови</b> – текући и будући економски и други услови који могу утицати на способност зајмопримца да отплаћује камату и главницу	2.43

**Табела 2:** *Релативни значај фактора који утичу на доношење одлуке о одобравању кредита ПОСЛИЈЕ глобалне финансијске кризе*

Опис	Средња вриједност
<b>Капацитет</b> – способност зајмопримца да отплаћује камату и главницу	3.86
<b>Карактер</b> – репутација, карактер и интегритет зајмопримца	3.29
<b>Капитал</b> – капитал зајмопримца	3.14
<b>Колатерал</b> - обезбјеђење у виду потраживања, залиха или сталне имовине које зајмодавац узима у сврху обезбјеђења отплате кредита	2.57
<b>Услови</b> – текући и будући економски и други услови који могу утицати на способност зајмопримца да отплаћује камату и главницу	2.14

Као што је приказано у табели 1, према оцјени анкетираних испитаника као најважнији фактор кредитирања прије свјетске финансијске кризе био је капитал, тј. инвестиција од стране корисника кредита која је директно и индиректно утицала на капитал. Капацитет, који се односи на способност зајмопримца да плати камату и главницу, чак и у кризном периоду био је рангиран на другом мјесту. Колатерал је рангиран на трећем мјесту, док је карактер зајмопримца рангиран на четвртом мјесту.

Анкетирани испитаници извршили су рангирање истих фактора у складу са својим ставовима после свјетске финансијске кризе. Резултати су приказани у табели 2. Према њиховој оцјени после свјетске финансијске кризе најважнији фактор у доношењу одлуке о одобравању кредита је капацитет зајмопримца да отплати камату и главницу, док је колатерал рангиран доста ниже - на четвртом мјесту, иза карактера и капитала. Дакле,



може се рећи да је научена лекција из глобалне финансијске кризе јер свих седам банака примјењује политику одобравања кредита у чијем је фокусу способност дужника да отплати камату и главницу, док су колатерал и други фактори данас мање важни.

За процјену способности отплате (капацитет) камате и главнице, финансијско планирање и предвиђање (са посебном пажњом усмјереном на план токова готовине) постају кључни јер указују на потребна финансијска средства за несметану отплату преузетих обавеза у наредном периоду. У складу с тим, у упитнику је формулисано једно питање које се односи на границу - износ кредита (у КМ) који обавезно подразумијева сачињавање релевантних финансијских планова и предвиђања у периоду отплате кредита. Четири испитаника су одговорила да се релевантно финансијско планирање и предвиђање (са посебном пажњом усмјереном на план токова готовине) обавезно захтијева од свих зајмопримаца, док два испитаника наводе да се релевантно финансијско планирање и предвиђање обавезно практикује за све кредите од 1.000.000 КМ или више. Један испитаник је навео да се релевантно финансијско планирање и предвиђање подразумијева за све кредите од 100.000 КМ или више.

У сврху што релевантније идентификације ефеката актуелне финансијске кризе кредитну политику нашег банкарског сектора, у упитнику је остављено једно „отворено” како би се испитаници могли изјаснити како је конкретно глобална финансијска криза утицала на кредитне политике и праксе њихове банке. Преглед одговора испитаника на ова питања је дат у табели 3.

Табела 3: *Одговори на питање: „Како је глобална финансијска криза утицала на кредитне политике и одлуке о одобравању кредита у вашој банци”*

- (1) Економска криза учинила је процес доношења одлука у банци тежим јер су многи клијенти су редуковали обим њиховог пословања, отплаћивање рата је доста теже јер су и саме пословне активности клијената неизвјесне. Ово су и неки од разлога зашто се клијенти теже одлучују да узимају краткорочне кредите а посебно дугорочне кредите.
- (2) Глобална финансијска криза узроковала је конзервативан приступ у одобравању кредита. Штавише, одређене привредне дјелатности су постале неперспективне и мање атрактивне за финансирање.
- (3) Без коментара.
- (4) Банка није постојала на тржишту прије кредитне кризе из 2008. године. Међутим, негативни ефекти и посљедице кризе и даље су присутни на глобалним финансијским тржиштима, укључујући и ИХ тржиште, за

које се може рећи да је захваљујући својој величини и осјетљивије на такве промјене, посебно у контексту политика кредитирања већих банака из ЕУ (као што је UniCredit банка, Raiffeisen, итд.) које су присутни овде. На основу свих импликација кризе, моја банка је дефинисала низ политика и захтијева у оквиру политика и процедура одобравања кредита и доношења одлука (као што је строже одлучивање и обезбјеђење колатерала, више документације и свеобухватна анализа у циљу утврђивања бонитета клијента, едукација запослених службеника итд.) које вјероватно не би ни постојале да се криза у 2008. години није ни десила.

- (5) Након глобалне финансијске кризе, банка је опрезнија приликом одобравања кредита. Такође, банка захтијева ликвидније колатерале за обезбјеђење кредита као гаранцију да ће дужник извршити преузете обавезе. Одобрени периоди отплате кредита су краћи.
- (6) Процес анализе и оцјене кредитне способности клијента је много строжи и сви подаци се провјеравају и контролишу по неколико пута у току припреме и анализе кредитног захтјева. За веће износе кредита подразумијева се да корисници треба да обезбиједје одрживе пословне планове.
- (7) Имајући у виду да је у питању локална банка без мајке / кћери било где у Европи, те и не зависи од екстерних прилива капитала, глобална финансијска криза, за разлику од неких других банака, није имала много утицаја на политику кредитирања и доношења одлука о одобравању кредита. Одјељење за управљање ризицима врши посебну процјену сваког кредитног захтјева – за сваког клијента се врши процјена предности, слабости, могућности и пријетњи (SWOT анализа). Ово се посебно односи на клијенте који имају пословну сарадњу са европским партнерима (извоз или увоз).

## Закључак

У годинама које су претходиле глобалној финансијској кризи, хипотекарни кредити су углавном одобрани на основу процијењене тржишне вриједности непокретности у датом тренутку која је затим коришћена као колатерал. Капацитет зајмопримца да отплати преузете обавезе био је од секундарног значаја. На крају, у 2007. и 2008. години, тржишне цијене некретнина су достигле нереално висок ниво.

Зајмопримци чије су обавезе биле обезбијеђене колатералом врло често су користили рефинансирање доспјелих обавеза уласком у нови кредитни аранжман залажући исту имовину као колатерал али по много већим про-

цијењеним тржишним вриједностима, и тако поново након протекла одређеног времена и новог пораста цијена некретнина на тржишту.

Наведени процес довео је до формирања тзв. „балона”, те је само било питање времена када ће „балон” експлодирати, а цијене некретнина почети незауостављиво да падају.

Једна од ријетко позитивних ствари глобалне финансијске кризе јесте да још једном потврђено да лимити задуживања зависе од квантитета, квалитета и стабилности новчаних токова зајмопримца, а не од врсте и средства обезбјеђења кредита, или чак од висине износа којег је банка спремна да позајми.

Процјена капацитета задуживања и могућности отплате кредита требало би да буде заснована на релевантној пројекцији токова готовине који су расположиви за отплату дуга, и то како у оптимистичној тако и обавезно у песимистичној варијанти будућег пословања зајмопримца. Овај приступ ће узроковати одговарајућу стабилну структуру кредита, дуготрајну кредитну подршку профитабилним пројектима и, на крају, прихватљивије цијене извора финансирања које могу обезбиједити континуиран привредни раст и развој у дугом року.

На основу ограничених резултата до којих смо дошли анализом података из анкете и повратних информација које смо добили од испитаника, чини се да и у локалним банкама у Републици Српској преовладава став да је при оцјени кредитне способности клијената и одобравању кредита сада важнија пројекција готовинског тока у будућности који ће бити расположив за отплату преузетих обавеза, него вриједност колатерала којим је кредит обезбјеђен.

Сматрамо да је ово можда најважнија финансијска лекција научена у периоду глобалне финансијске кризе.

## Литература

1. Donaldson, G. *Corporate Debt Capacity*. Boston, MA: Division of Research, Graduate School of Business Administration, 1961.
2. Kester, G. W. Why Borrowers Become Profit Rich and Cash Poor. *The Journal of Commercial Bank Lending*, Vol. 74, No. 2, 1992, str. 45-53.
3. Kester, G. W., Bixler, T. W. Why 90-Day Working Capital Loans Are Not Repaid on Time. *The Journal of Commercial Bank Lending*, Vol. 72, No. 12, 1990, str. 10-18.
4. Kester, G. W., Scott, A. H., Kipling, M. P. How Much Debt Can a Borrower Afford? *The RMA Journal*, Vol. 87, No. 3, 2004, str. 46-51.

5. Kester, W., Радивојац, Г. *Полијтика структуре капиталa и финансијске одлуке компанија са Бањалучке берзе*. Финансинг 1/2012, Бања Лука, стр. 9-12.
6. Lojpur, A., Lakicevic, M. *Optimisation of Capital in the Period of Crisis, Proceedings of the 13th Congress AAARS: Finance, Accountancy and Audit in the Global Crisis*, 2000.
7. Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 1958, str. 261–297.
8. Myers, S.C. *The Capital Structure Puzzle*, *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 1984, str. 575–592.
9. Myers, S.C., Majluf, N.S. *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 1984, str. 187–221.

*Дзафер Алибеговић<sup>1</sup>*

## **Утицај показатеља пословање компанија на цијене акција на берзама у Босни и Херцеговини**

### **Impact of Business Performance Indicators on Share Prices on Stock Exchanges in Bosnia and Herzegovina**

#### **Резиме**

Показатељи пословања компаније који се добију прорачуном коефицијентна рацио анализе, једна су од кључних референтних тачака инвестиционе анализе на тржиштима капитала како развијених земаља, тако и земаља са тржиштем капитала у развоју. Директна и позитивна релација показатеља пословања компанија и цијена њихових акција на берзама у овим земљама је доказана, као што је доказана и могућност употребе показатеља пословања за процјену будућег кретања цијена акција и будућих приноса на инвестицију. Насупрот, на берзама у Босни и Херцеговини директне релације између показатеља пословања компанија и тржишних цијена акција нема, те стога показатељи пословања не могу бити кориштени у процјени инвестиција на тржишту капитала, осим у посебним стратегијама и на дуги рок.

**Кључне ријечи:** *показатељи пословања, рацио анализа, унутрашња вриједности, тржишна вриједности, корелациона анализа.*

---

<sup>1</sup> Економски факултет у Сарајеву, dzafer.alibegovic@efsa.unsa.ba

## Summary

Business performance indicators resulting from ratio analysis are one of the key benchmarks of investment analysis on capital markets, both developed countries and countries with emerging markets. Direct and positive relations between business performance and share prices on the stock exchanges of these countries has been demonstrated, along with the possibility of using performance indicators to predict future trends in stock prices and future returns on investment. In contrast, direct relationship between business performance and market price of the shares in the stock market in Bosnia and Herzegovina does not exist, therefore, business performance indicators cannot be used in an appraisal of the investment in the capital market instruments, except in special investment strategies and on the long run.

**Key words:** *business performance indicators, ratio analysis, intrinsic value, market value, correlation analysis*

## 1. Увод

Тржиште капитала у Босни и Херцеговини једно је од најмлађих организованих тржишта у Европи. Регулаторни оквир за успоставу тржишне инфраструктуре донесен је 1998. године, док су први професионални учесници на тржишту (друштва за управљање инвестиционим фондовима) регистровани годину касније. Трговање акцијама на берзама у Бањалуци и Сарајеву почело је прије десет година. Цјелокупна инфраструктура секундарног тржишта капитала (берзе, регистри хартија од вриједности, професионални посредници – брокери и дилери, друштва за управљање фондовима и инвестициони фондови), слободно се може рећи, настали су преваходно ради подршке процесу (масовне) приватизације, односно ради њеног успјешног окончања. Потреба за централизованим мјестом за повезивање понуде и тражње за финансијским инструментима, што је основни разлог за успоставу берзи, у примјеру Бањалучке и Сарајевске берзе очито није била кључни мотив оснивања. Да је тако, берзе би сигурно биле основане одмах по успостави регулаторног основа, а не четири године касније. За берзе, као и за већину остатка тржишта капитала у БиХ, може се рећи да су настали „по сили закона”, и то онда када је било неопходно ради окончања процеса приватизације, а не ради потребе инвеститора и компанија, и не када је њима било потребно.

Ипак, и за такве берзе могло се очекивати да постоји одређени ниво повезаности између трендова кретања показатеља пословања компанија и трендова тржишних цијена њихових акција, ако не и да пословање компа-

нија детерминише цијене акција. На развијеним финансијским тржиштима су бројна и обимна истраживања која се баве утицајем појединих аспеката пословања компанија на формирање тржишних цијена акција, док су такви радови на домаћем тржишту ријетки. Циљ овог истраживања био је испитати да ли постоји однос између кретања показатеља пословања компанија и цијена њихових акција на берзама у Бањалуци и Сарајеву, да ли показатељи пословања детерминишу цијену, те ако је тако, сагледати који.

## 2. Теоретске основе

Показатељи пословања компаније и тржишна цијена акција доводе се у везу ради вредновања финансијских инструмената, односно инвестирања у финансијске инструменте на тржишту. Идеја о постојању ове двије (одвојене) вриједности није нова. У финансијску анализу и инвестирање увели су је Грејем и Дод, непосредно након Велике депресије и слома Њујоршке берзе 1929. године. Грејем и Дод (1934), сматрају да, поред тржишне вриједности компаније, која је одређена тржишном цијеном акција, постоји и унутрашња вриједност коју дефинишу као „вриједност која је потврђена чињеницама, нпр. имовином, зарадом, дивидендом, јасном перспективом, за разлику од, рецимо, котације на тржишту која је успостављена вјештачком манипулацијом или поремећена психолошким ексцесима.” (Graham i Dodd, 1940, str. 20)<sup>2</sup>.

Инвестирање је, према приступу Грејема и Дода, својеврстан баланс приноса и ризика, а инвестициона анализа треба бити одређена према једној од три категорије финансијске имовине:

- Вриједносним хартијама фиксне вриједности, гдје се убрајају обвезнице и приоритетне акције, за које пажња аналитичара треба бити усмјерена на сигурност плаћања,
- Вриједносним хартијама високог ранга, у чијој је анализи у првом плану вриједност „привилегија” садржаних у правима или поред права која произлазе из саме вриједносне хартије (конвертибилност, партиципативност, право прече куповине), те
- Обичним акцијама, гдје се анализа усмјерава превасходно на компанију емитента, и то у погледу успостављене одрживе праксе исплате

<sup>2</sup> Заправо, концепт унутрашње вриједности и идеја о њеној засебној егзистенцији у односу на тржишну вриједност датира још од Адама Смита (1776) који наводи да „Када цијена робе није ни мања, нити већа од онога колико је довољно да се плати најам земље, наднице за рад, те профит на капитал који су употребљени у изради, припреми и изношењу робе на тржиште, ..., роба се тада продаје за, може се рећи, природну цијену. ... Стварна цијена по којој се роба уобичајено продаје се зове тржишна цијена. Она може бити виша, нижа или једнака природној цијени.” (Smith, 1998, str.83-84);

дивиденди, историје адекватних и стабилних зарада, те задовољавајуће основе у материјалној имовини.

Из овог приступа произашли су бројни концепти вриједности компаније, као и аналитички алати који се обједињавају у фундаментални аналитички оквир.

Поред овог погледа на релацију показатеља пословања и тржишне вриједности компаније, могуће је идентификовати још три доминантна теоретска приступа. У првом од њих, претпоставци ефикасног тржишта, Јуџин Фама (1971) сугерише да је „ефикасно тржиште капитала (такво) тржиште које је ефикасно у процесирању информација. Цијене посматраних вриједносних папира у било које вријеме базиране су на *коректној* евалуацији свих расположивих информација у том моменту. На ефикасном тржишту цијене у *цијелости рефлектују* расположиве информације.” (Fama, 1976, str.13) Тржишну ефикасност Фама класификује у три нивоа – као слабу, полујаку и јаку форму, зависно од врсте информација о финансијском инструменту и његовом емитенту, које су „уграђене” у тржишну цијену. Разрађујући основну поставку, Дамодаран (2002) истиче да ефикасност тржишта капитала не захтијева да тржишна цијена акција буде једнака стварној (унутрашњој) вриједности компаније у сваком моменту. Све што је неопходно је да разлика између стварне вриједности и тржишне цијене буде непристрасна. Цијена акција може бити виша или нижа од стварне вриједности, све док су ове девијације случајне. „Тржиште је аутокорективни механизам”, наставља Дамодаран, „у којем се неефикасности појављују периодично у правилним интервалима, али и нестају готово истовремено, како их инвеститори уочавају и тргују руковођени њима.” (Damodaran, 2003, str.115) Иако препознаје постојање унутрашње вриједности компаније, темељна импликација претпоставке ефикасног тржишта је да не постоје инвеститори који могу бити у стању константно и поуздано надвладавати тржиште користећи било какву инвестицијску стратегију.

Негирању могућности „надвладавања” тржишта, али из сасвим другог угла, придружује се и „Random walk” теорија. Аутор теорије, Бартон Малкиел (1973) сматра да између цијене финансијских инструмената на тржишту и пословања компанија емитената нема никакве релације, односно да се цијене крећу посве случајним, насумичним ходом, те су свака метода или аналитички алат који би се примијенио у избору вриједносних хартија за инвестирање или свака инвестицијска стратегија која би се у ту сврху креирала, унапријед *бескорисне*, и то не саме по себи, него због тога што се цијене вриједносних папира на тржишту мијењају мимо предвидивог система, те их на кратак рок зато није могуће предвидјети. (Malkiel, 1999, str.24) Како инвестицијску анализу сматра бескорисном, Малкиел аналитичаре и инве-



ститоре дијели на сљедбенике теорије „фундамента компаније” („The Firm-Foundation Theory”), односно сљедбенике теорије „куле у облацима” („The Castle-in-the-Air Theory”), зависно да ли су наклоњени употреби фундаменталне или техничке анализе. „Random Walk” релативизује детерминанте вредновања (очекивану стопу раста, очекивани омјер исплате дивиденди, ниво ризика, тржишну каматну стопу) наглашавајући сљедеће „ојомене” (Malkiel, 1999, str.103-111):

- Будућност је *нејредовидива*,
- Дефинитивни резултати математичких израчуна базирани на недефинитивним подацима су *нејоуздани*,
- *Перцепције инвеститора* око важности фундаменталних детерминанти тржишне цијене акција се разликују, али се разликује и објективна важност тих детерминанти кроз вријеме.

Напокон, бихејвиористички приступ, као најсавременији приступ питању релације показатеља пословања (унутрашње вриједности) компаније и тржишне цијене акција, нуди нешто другачији поглед на елементарну претпоставку до сада представљених теорија. Овај приступ *доводи у питање рационалности* на финансијским тржиштима, што је темељна претпоставка претходна три теоретска приступа. Помпиан (2006) објашњавајући бихејвиористички приступ, у питање доводи рационалност на финансијском тржишту на *макро и микро нивоу*. (Pompian, 2006, str.8-9) Макро ниво посматра тржиште у цјелини и настоји открити и објаснити аномалије у претпоставци тржишне ефикасности, док микро ниво бихејвиористичког приступа у фокусу има појединачног инвеститора и његово понашање, односно пристрасности које га разликују од рационалног инвеститора каквог претпоставља економска теорија. У првом случају питање је да ли су тржишта ефикасна и има ли на њих утицаја природа понашања инвеститора, а у другом случају се поставља дилема да ли су појединачни инвеститори рационални или на њихове финансијске одлуке могу утицати различити когнитивни и емотивни фактори. Инвеститори нису савршено рационални, сматрају бихејвиористи, не дјелују увијек и искључиво у властитом интересу, нису савршено информисани, не обрађују информације на исти начин, нити из њих изводе исте закључке.

Истраживања која се баве питањем релевантности информација садржаних у финансијским извјештајима компанија за вредновање и генерисање тржишне цијене акција врло се често реферишу на модел представљен у раду Џејмса Олсона, професора са Колумбија универзитета, „Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation” из 1995. године. Полазећи од неокласичног приступа вредновању, који вриједност компаније изједначава са садашњом вриједношћу очекиваних дивиденди, модел прави отклон и

у вредновање уводи очекивану зараду, те књиговодствену вриједност компаније. Према Олсоновом моделу, тржишна вриједност компаније једнака је књиговодственој вриједности, прилагођеној за текућу профитабилност (мјерену абнормалним зарадама), те друге информације које модификују предвиђања будуће профитабилности. Модел почива на три претпоставке:

- садашња вриједност очекиваних дивиденди детерминише тржишну вриједност,
- примјењује се уобичајено рачуноводство власничког капитала: рачуноводствени подаци и дивиденде задовољавају релацију „чистог вишка” (промјена књиговодствене вриједности мора бити једнака разлици зараде и дивиденди), дивиденде умањују књиговодствену вриједност без утицаја на зараду, те
- абнормалне зараде се уклапају у линеарну функцију. (Ohlson, 1995, str. 663)

За разлику од Олсона, чији модел вредновања има нешто ширу базу показатеља пословања, остали аутори своја истраживања углавном усмјеравају према једном од два могућа генератора тржишне вриједности – очекиваним зарадама и дивидендама, или доданој економској вриједности (EVA). Тако, Кемпбел (1990) одговор на питање шта покреће тржиште капитала тражи у декомпозицији генератора тржишне цијене у двије категорије – једну која је повезана са промјенама у рационалном очекивању будућих приноса на инвестицију (информације о будућим приносима, како је аутор назива) и другу која није повезана са будућим приносима (информације о будућим дивидендама). Након овакве декомпозиције, аутор сугерише да неочекивани приноси на инвестицију морају бити доведени у релацију са промјенама очекиване будуће дивиденде или промјенама очекиваних будућих приноса. Анализом података о мјесечним приносима на инвестицију са америчког тржишта капитала у периоду 1927-1988, Кемпбел закључује да је једна трећина варијансе неочекиваних приноса резултат варијансе промјена очекиваних дивиденди, једна трећина је резултат варијансе промјена очекиваних приноса, а преостала трећина је резултат коваријансе ове двије компоненте. Налази истраживања показују значајан ефекат промјене очекиваних приноса на цијене акција – увећање очекиваних приноса од 1% има ефекат у капиталном губитку од инвестиције од 4% до 5%. Такође, промјене очекиваних приноса су у негативној корелацији са промјенама очекиваних дивиденди, што увећава реакцију тржишне цијене на информације о дивиденди.

Настављајући истраживање, Кемпбел, заједно са Шилером (2001) анализира податке са америчког тржишта капитала у врло великом временском распону (1871-2000), као и агрегатне податке са дванаест других тржишта

од 1971. године. Аутори полазе од тезе да би било разумно да цијене акција на дуги рок не одступају превише од нормалног нивоа у односу на показатеље фундаменталне вриједности, као што су дивиденде и зараде, без обзира што повремено биљеже екстремне нивое. Истраживање је потврдило да показатељи пословања попут омјера цијене и зараде или дивиденде и цијене нису подесни за предвиђање будућег раста зараде или дивиденде, као ни за предвиђање раста продуктивности, али да за предвиђање будућих цијена акција јесу, те да се за то превасходно и требају користити.

Левелен (2004) се такође бави релацијом класичних показатеља рачунарске анализе са тржишном цијеном акција, односно могућношћу да се кориштењем ових показатеља предвиђа кретање тржишних цијена у будућности. Користећи податке са Њујоршке берзе за период 1946-2000. године, аутор анализира показатеље приноса од дивиденде, омјера књиговодствене вриједности и цијене и омјера зараде и цијене, у контексту предвиђања будућих цијена акција. Ова три показатеља су одабрана ради њихове сличности – сва три повезују цијену акција са фундаменталним категоријама пословања компаније. Ради конзистентности у тумачењу, аутор омјер цијене и зараде (P/E) користи у инверзној форми, да би сва три показатеља имала позитивну релацију са очекиваним приносом. Налази истраживања сугеришу да је показатеља приноса од дивиденде искористив за предвиђање цијена акција током цијелог посматраног периода, док је омјером књиговодствене и тржишне вриједности, те омјером зараде и цијене било могуће предвиђати будуће кретање цијена акција у периоду 1963-2000. године.

Показатељи економске додане вриједности (EVA), као најсавременијег приступа мјерењу успјешности пословања компаније, такође, на развијеним финансијским тржиштима имају доказану релацију са тржишном цијеном акција, односно доказану употребљивост у контексту предвиђања будућих цијена. Чен и Дод (1998) пореде употребљивост три мјере успјешности пословања за предвиђање кретања цијена акција – оперативни приход, резидуални приход и EVA. Интересантно је напоменути да мотив истраживања није фаворизовање EVA, него насупрот релативизација прокламоване супериорности концепта. Налази истраживања, проведеног на узорку од 6.683 годишња финансијска извјештаја компанија у периоду 1983-1992, показују да, иако је EVA искористива за предвиђање будућих цијена, њена је поузданост мања него у примјеру оперативног прихода ( $R^2=0,023$  код EVA, према  $R^2=0,050$  код оперативног прихода) или још мања него код резидуалног прихода ( $R^2=0,062$ ).

Истраживања релације показатеља пословања компаније и цијена акција на берзама развијених земаља, без икакве сумње, изузетно су интересантна. Међутим, за потребе овог рада исто тако је сврсисходно кратко се осврнути

на истраживања која су проведена на тзв. „израњајућим” („emerging”) тржиштима. Иако и даље постоји велика разлика, ова су тржишта ипак боља упоредива са тржиштем капитала у Босни и Херцеговини, ако не по обиму и вриједности промета, онда барем по дужини пословања. Методологија којом аутори са ових тржишта приступају проблему врло је слична као у истраживањима на развијеним тржиштима – поново се ради о тестирању релације са тржишном цијеном за класичне показатеље рацио анализе, односно за показатеље EVA, као и тестирању употребљивости ових показатеља за предвиђање кретања цијена акција у будућности.

Каредијар, Ибрахим и Мат Нор (2011), користећи податке о пословању и цијенама за 960 компаније чије су дионице излистане на Малезијској берзи, показују да се коефицијенти рацио анализе принос од дивиденде, принос од зараде и омјер књиговодствене вриједности и цијене могу користити за предвиђање будућних цијена, при чему је омјер књиговодствене и тржишне вриједности поузданији у предвиђању него остала два показатеља.

На идентичан начин, Кан, Гул, Рехман, Разак и Камран (2012) тестирају употребљивост приноса од дивиденде, приноса од зараде и омјера књиговодствене вриједности и тржишне цијене за предвиђање кретања цијена акција на узорку од 100 компанија листаних на берзи у Карачију (Пакистан). Истраживање је обухватило седмогодишњи период 2005-2011. Налази истраживања указују на позитивну релацију приноса од дивиденде и приноса од зараде са приносом на дионице, док је релација омјера књиговодствене и тржишне вриједности у негативној релацији са приносом од инвестиције у дионице. Као и у претходном примјеру, омјер књиговодствене вриједности и тржишне цијене има највећу поузданост за предвиђање будућних цијена и приноса од инвестиције у дионице. Поред тога, аутори закључују да се поузданост предвиђања унапређује истовременим кориштењем сва три тестирана индикатора.

Посебно интересантно је истраживање Кузњецова (2006) који пореди кориштење коефицијената рацио анализе у сврху вредновања на тржишту Русије са истим аналитичким оквиром на америчком тржишту капитала, за период 2001-2004. године. Као упоредиво руском тржишту, аутор је одабрао америчко управо због тога што може наћи сваку компанију или индустријску грану адекватну за поређење. Истраживање је показало да кориштење показатеља приноса на капитал, процијењеног раста компанија, као и показатеља профитабилности компаније у сврху вредновања компанија на руском тржишту (које аутор сматра тржиштем у развоју), у неприлагођеном аналитичком оквиру са америчког тржишта капитала, доводи до прецењивања.

Када је ријеч о релацији показатеља пословања из оквира EVA методологије са тржишном цијеном, може се издвојити истраживање Хасани и Фатхи (2012), проведено на 70 компанија чијим се акцијама тргује на берзи у Техерану (Иран). Аутори рачунају коефицијенте корелације Пеарсоновом R методом између индекса показатеља EVA и индекса тржишних цијена акција одабраних компанија. Налази истраживања показују врло високи степен позитивне корелације (91%) између показатеља EVA и тржишне цијене, уз сигнификантност на нивоу до 1%. Потребно је напоменути да је овај рад интересантан, колико због налаза, толико и ради одабране методологије корелационе анализе.

### 3. Методологија истраживања

Како је циљ овог истраживања био испитивање детерминисаности тржишних цијена акција пословањем компанија емитената на нивоу берзи, а не појединачних компанија, што у основи представља испитивање тржишне ефикасности, за узорак су одабране компаније које су у периоду 2005-2009. године константно учествовале у главним индексима Бањалучке и Сарајевске берзе, и при томе (уколико постоји такав скуп акција) остваривале натполовични кумулативни удио у индексу. У наредним табелама представљен је узорак компанија са прегледом учешће њихових акција у индексима BIRS и SASX-10:

Табела 1: Акције са константним доминантним учешћем у индексу BIRS у периоду 2005-2009.

Акције	Симбол	Удио у индексу BIRS на крају календарске године (%)				
		2005	2006	2007	2008	2009
„Бањалучка пивара“ ад Бањалука	BLPV	13,30	4,85	1,60	0,81	5,92
„Бирач“ ад Зворник	BIRA	12,45	15,45	6,55	2,89	3,13
„Боксит“ ад Милићи	BOKS	4,92	2,84	2,41	2,27	1,49
„Метал Градишка“ ад Градишка	METL	1,13	1,14	1,41	1,07	1,21
„Рафинерија уља Модрича“ ад Модрича	RFUM	17,95	15,61	4,98	2,58	2,46
„Телеком Српске“ ад Бањалука	TLKM	20,00	19,27	20,00	20,00	20,00
„Тржница Бања Лука“ ад Бањалука	TRZN	3,49	3,37	5,91	8,40	7,23
„Витаминка“ ад Бањалука	VITA	1,76	4,53	1,14	1,29	1,15
Укупно		75,00	67,06	44,00	39,31	42,59

Извор: Бањалучка берза ([www.blberza.com](http://www.blberza.com))

Табела 2: Дионице са најповољнијим учешћем у индексу SASX-10 у периоду 2005-2009.

Акције	Симбол	Удио у индексу SASX-10 на крају календарске године (%)				
		2005	2006	2007	2008	2009
„ВН Telecom“ дд Сарајево	BHTSR	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
„Босналијек“ дд Сарајево	BSNLR	7,75	8,02	6,89	10,84	9,51
„Енергоинвест“ дд Сарајево	ENISR	14,81	7,66	11,74	13,27	6,51
ЈП „Електропривреда БиХ“ дд Сарајево	JPESR	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Укупно		62,56	55,68	58,63	64,11	56,02

Извор: Сарајевска берза (www.sase.ba)

Петогодишњи период, 2005-2009. година, одабран је јер се ради о непрекинутом периоду у којем је трговање на берзама било најактивније, по обиму и вриједности промета, односно по броју закључених трансакција. Исто тако, и цијене акција су исказивале значајну волатилност, при чему су се могли јасно распознати основни трендови, у складу са правилима техничке анализе (растући и опадајући тренд). Прије и после овог периода, све дионице, па и ове из узорка биљеже трговање уз врло уске цјеновне осцилације, односно без израженог основног тренда. Такво трговање, обзиром да у фокусу имамо упоредбу трендова, није подесно за закључивање.

У настојању да испитамо што шири круг показатеља пословања компаније, одабрали смо 20 коефицијената рачуна анализе, из четири кључне категорије (ликвидност, солвентност, оперативна ефикасност и профитабилност), а које је било могуће без потешкоћа израчунати за све компаније, на основу расположивих финансијских извјештаја. У наставку се даје преглед употребљених коефицијената, са формулама по којима су рачунати (Bragg, 2002):

– Показатељи ликвидности:

$$\text{Текући омјер} = \frac{\text{Текућа имовина}}{\text{Текуће обавезе}}$$

$$\text{Брзи омјер} = \frac{\text{Текућа имовина} - \text{Залихе}}{\text{Текуће обавезе}}$$

$$\text{Омјер готовине} = \frac{\text{Готовина} + \text{Краткорочни утрживи вриједносни папири}}{\text{Текуће обавезе}}$$

$$\text{Продуктивност радног капитала} = \frac{\text{Приход од продаје}}{\text{Радни капитал}}$$

$$\text{Омјер продаје и текуће имовине} = \frac{\text{Приход од продаје}}{\text{Текућа имовина}}$$

– Показатељи солвентности:

$$\text{Debt/Equity} = \frac{\text{Обавезе}}{\text{Акцијски капитал}}$$

$$\text{Омјер дуга и имовине} = \frac{\text{Обавезе}}{\text{Имовина}}$$

$$\text{Показатељ утрошка капитала} = \frac{\text{Вриједност обичних акција} + \text{Дугорочне обавезе}}{\text{Фиксна имовина}}$$

$$\text{Омјер задржане зараде и акцијског капитала} = \frac{\text{Задржана зарада}}{\text{Укупна вриједност обичних акција}}$$

$$\text{Омјер покрића камата} = \frac{\text{Зарада прије камата и пореза}}{\text{Вриједност камата}}$$

– Показатељи оперативне ефикасности:

$$\text{Омјер продаје и фиксне имовине} = \frac{\text{Годишњи приходи од продаје}}{\text{Фиксна имовина}}$$

$$\text{Омјер продаје и радног капитала} = \frac{\text{Годишњи приходи од продаје}}{\text{Потраживања} + \text{Залихе} - \text{Добављачи}}$$

$$\text{Омјер продаје и акцијског капитала} = \frac{\text{Годишњи приходи од продаје}}{\text{Укупни акцијски капитал}}$$

$$\text{Коефицијент обрта инвестиције} = \frac{\text{Приходи од продаје}}{\text{Акцијски капитал} + \text{Дугорочне обавезе}}$$

$$\text{Нето вриједност} = \frac{\text{Укупна имовина} - \text{Укупне обавезе} - \text{Дивиденде на повлаштене акције}}{\text{Број емитованих обичних акција}}$$

– Показатељи профитабилности:

$$\text{Бруто проф. мар.} = \frac{\text{Приходи} - (\text{Режијски трош.} + \text{Директ. материјал} + \text{Директ. рад})}{\text{Приходи}}$$

$$\text{Маржа опер. профита} = \frac{\text{Продаја} - (\text{Трошак продате робе} + \text{Општи, админ. и трошкови продаје})}{\text{Продаја}}$$

$$\text{Поврат на ангажовану имовину} = \frac{\text{Нето профит}}{\text{Укупна имовина}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Нето профит}}{\text{Акцијски капитал}}$$

$$P/E = \frac{\text{Цијена обичне акције на берзи}}{\text{EPS}}$$

Показатељи везани за дивиденду, нажалост, нису могли бити узети у обзир због непостојања праксе исплате дивиденди, као и ради недостатка конзистентне дивидендне политике у у компанијама из узорка. Представљени показатељи су досљедно израчунати за све компаније из узорка, те су формиран трендови. Такође, израчунате су и просјечне вриједности показатеља за категорије ликвидности, солвентности, оперативне ефикасности и профитабилности, уз једнаке пондере за све показатеље (0,2), те формиран трендови. Показатељи омјера дуга и имовине, дуга и капитала, те омјера цијене и зараде, приликом израчуна просјека на нивоу категорије, узети су у инверзној форми, јер се тако и тумаче (нижа вриједност показатеља, уз остало непромијењено, сматра се позитивним знаком). У појединачној упоредби, и ови показатељи су кориштени у директном изразу. Трендови показатеља пословања затим су упоређени са трендовима кретања тржишних цијена, методом корелационе анализе. Одабран је Pearsonov R тест, са двосмјерним показатељем статистичке сигнификантности („two-tailed p”), са прагом прихватљивости до 5%. За упоредне серије су одабране закључна цијена или службени курс акција на берзи (овисно који је непрекинут) и тренд показатеља пословања са вриједностима на крају текуће године, за све дане у години, ради тога што је, понављамо, истраживање усмјерено на испитивање нивоа ефикасности тржишта, а не реакцију цијена вриједносних папира на објаву финансијских извјештаја. Иако коефицијент корелације, као статистичка мјера, не показује природу ни смјер релације између двије појаве, сматрали смо сврсисходним најприје испитати постоји ли релација између посматраних категорија, какав јој је интензитет, односно може ли се у резултатима уочити закономјерност.

Потребно је напоменути да су кратак рок пословања берзи, неравномјерност обима промета, као и неконзистентност у припреми и презентацији информација у финансијским извјештајима умногоме отежали обраду података. Стога је истраживање лимитирано на базно тестирање постојања релација између показатеља пословања и тржишне цијене, док се могућност предвиђања цијена кориштењем показатеља пословања не тестира. Резултати истраживања, како ће се видјети, додатно оправдавају овакво одређење.

#### 4. Резултати истраживања

У наредним табелама дат је преглед коефицијената корелације трендова показатеља рацио анализе (појединачно и просјечно за категорију) са



трендовима цијена акција компаније из узорка са Бањалучке и Сарајевске берзе<sup>3</sup>:

Табела 3: Коэффициентни корелације показатеља рачио анализе и цијена акција на BLSE

	BIRA	BLPV	BOKS	METL	RFUM	TLKM	TRZN	VITA
<b>ЛИКВИДНОСТ</b>								
1. Просјек показатеља ликвидности	0,3168	0,2577	0,1058	-0,1285	0,8332	-0,0266	-0,3667	-0,0092
2. Текући омјер	-0,3401	0,4678	0,8371	0,1502	0,8573	-0,1482	-0,5534	-0,2786
3. Брзи омјер	-0,0791	0,3307	0,6040	0,2997	0,7904	-0,2074	-0,6109	-0,5530
4. Омјер готовине	-0,3854	0,2919	-0,1943	-0,4592	0,7892	-0,2814	-0,4803	-0,1571
5. Продуктивност радног капитала	0,0035	0,2002	-0,3560	-0,7818	-0,0273	-0,0242	-0,3751	0,0041
6. Омјер продаје и текуће имовине	0,2721	0,2962	0,0980	-0,1234	0,5427	0,2976	0,3512	0,5499
<b>СОЛВЕНТНОСТ</b>								
7. Просјек показатеља солвентности	0,5610	0,0788	0,0651	-0,3055	0,7411	-0,2771	0,3451	0,6386
8. Debt-Equity	-0,3935	-0,0323	-0,0262	0,1078	-0,8698	-0,6939	0,7093	-0,4561
9. Омјер дуга и имовине	0,2718	-0,8367	-0,0922	-0,0198	-0,8680	-0,2282	0,6775	-0,3303
10. Показатељ утрошка капитала	0,3763	-0,8059	0,6241	-0,2356	0,0500	0,5449	-0,7410	-0,3364
11. Омјер задржане зараде и дионичког капитала	-0,0562	n/a	-0,1992	0,5078	0,7935	-0,4361	-0,4095	0,3082
12. Омјер покрића камата	0,5131	0,0787	0,0429	-0,3091	0,4506	-0,3102	0,6665	0,6041
<b>ОПЕРАТИВНА ЕФИКАСНОСТ</b>								
13. Просјек показатеља оперативне ефикасности	0,3798	0,5843	0,0921	0,0843	0,6421	0,6148	0,3364	0,6249
14. Омјер продаје и фиксне имовине	0,5103	-0,6303	0,2018	0,3359	0,2900	-0,2142	-0,2734	0,3991
15. Омјер продаје и радног капитала (non-cash)	0,3799	0,5453	0,0173	-0,2830	0,5118	0,6496	0,3365	0,4462
16. Омјер продаје и дионичког капитала	0,1529	0,5267	0,1751	0,3644	0,3202	-0,4707	0,4981	0,6445
17. Коэффициент обрта инвестиција	0,1747	0,4085	0,0728	0,3332	0,3544	-0,4015	0,4186	0,5154
18. Нето вриједност	-0,3139	0,8372	-0,0072	0,6119	0,4364	-0,5482	-0,2535	-0,1930
<b>ПРОФИТАБИЛНОСТ</b>								
19. Просјек показатеља профитабилности	-0,7056	0,3790	0,0284	0,2263	0,4286	-0,5495	-0,2012	0,5819
20. Бруто профитна маржа	0,5217	0,4291	0,2138	0,1559	-0,0358	-0,2445	0,0916	0,5948
21. Маржа оперативног профита	0,5238	0,3667	0,4227	0,1627	-0,1011	-0,2270	0,1997	0,5913
22. ROI	-0,8818	0,1805	-0,1041	0,2615	0,5734	-0,5440	0,0893	-0,3516
23. ROE	-0,8673	-0,5534	-0,1134	0,2654	0,5715	-0,6391	0,4293	-0,3865
24. P/E	-0,1082	-0,4747	0,1963	-0,1163	-0,1354	0,6437	0,6987	0,7473

Извор: израчуни аутора

<sup>3</sup> Коэффициенти корелације подвучени у табели су статистички инсигнификантни према заданом критерију;

Табела 4: Коефицијентни корелације показатеља рачно анализе и цијена акција на SASE

		BHTRS	BSNLR	ENISR	JPESR
	ЛИКВИДНОСТ				
1.	Просјек показатеља ликвидности	0,3721	0,3615	0,3105	-0,7174
2.	Текући омјер	-0,4203	-0,0304	-0,2407	-0,2418
3.	Брзи омјер	-0,4086	-0,1525	-0,2977	-0,2279
4.	Омјер готовине	-0,8126	-0,3258	-0,0898	-0,4919
5.	Продуктивност радног капитала	0,4806	0,3700	0,3296	-0,5798
6.	Омјер продаје и текуће имовине	0,7931	-0,0767	-0,8530	0,4480
	СОЛВЕНТНОСТ				
7.	Просјек показатеља солвентности	0,4702	0,8256	-0,7272	-0,2938
8.	Debt-Equity	-0,5690	0,1306	0,5550	-0,5497
9.	Омјер дуга и имовине	-0,4168	-0,1022	0,4844	-0,3491
10.	Показатељ утрошка капитала	-0,4060	-0,3722	-0,2799	0,6253
11.	Омјер задржане зараде и дионичког капитала	-0,0618	0,5466	0,1717	-0,4601
12.	Омјер покрића камата	n/a	0,8362	-0,4228	-0,3961
	ОПЕРАТИВНА ЕФИКАСНОСТ				
13.	Просјек показатеља оперативне ефикасности	-0,2924	0,7861	0,2076	0,0266
14.	Омјер продаје и фиксне имовине	0,0901	-0,2986	0,0084	-0,0885
15.	Омјер продаје и радног капитала (non-cash)	-0,2940	0,4234	0,2075	0,0683
16.	Омјер продаје и дионичког капитала	0,2505	0,3368	-0,0820	-0,3114
17.	Коефицијент обрта инвестиција	0,2481	0,0214	0,0936	-0,2732
18.	Нето вриједност	-0,2441	0,7296	0,5571	-0,0117
	ПРОФИТАБИЛНОСТ				
19.	Просјек показатеља профитабилности	-0,5140	-0,7455	-0,5547	-0,4255
20.	Бруто профитна маржа	-0,3357	-0,6767	-0,6583	-0,3888
21.	Маржа оперативног профита	-0,3357	-0,6767	-0,6583	-0,3888
22.	ROI	0,0623	-0,7537	-0,3340	-0,4066
23.	ROE	-0,1523	0,2697	-0,3195	-0,4513
24.	P/E	0,8008	0,8176	0,8467	0,1335

Извор: израчуни аутора

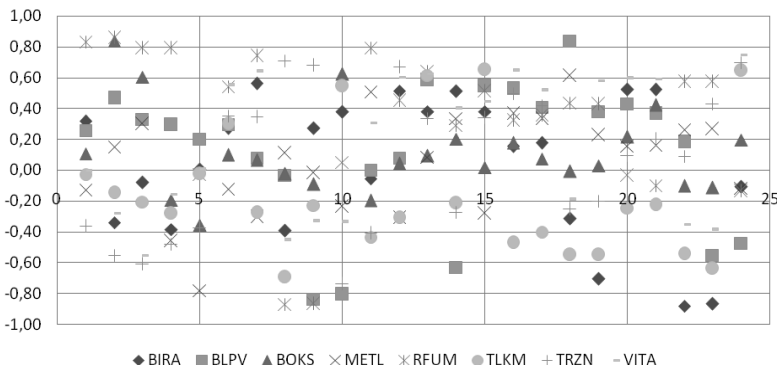
Како се види из претходних табела, резултати корелационе анализе повезаности показатеља пословања и цијена акција компанија на берзама у БиХ нису хомогени. Највећи број их се налази у домену слабе или непостојеће везе.<sup>4</sup> Изненађење је, ипак, велики број показатеља чији се трендови налазе у негативној корелацији са трендовима цијена акција. Резултате је могуће посматрати у два смјера – по појединачном коефицијенту или категорији рачно анализе (редови у табели) или по појединачној компанији

<sup>4</sup> Опис коефицијената корелације према јачини везе дат је према Мујић, Легчевић, Микрут (2009).

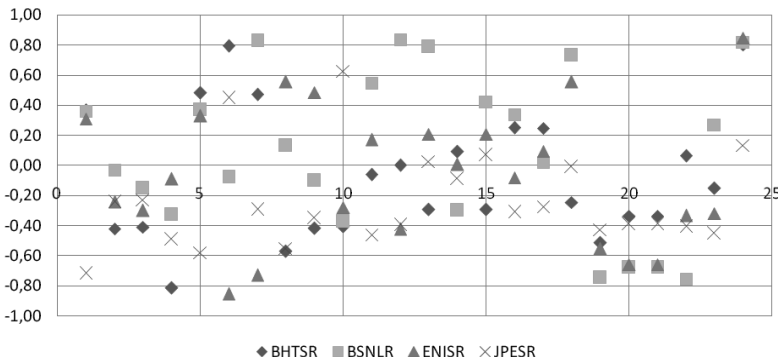
(колоне у табели). Ако бисмо закономјерност тражили у хомогености резултата, онда је на нивоу берзе могуће издвојити негативну слабу до средње јаку корелацију показатеља профитабилности са цијеном за дионице са Сарајевске берзе<sup>5</sup>, као и позитивну врло јаку корелацију показатеља ликвидности са цијеном акција „Рафинерије уља Модрича”. За остатак података можемо констатовати одсуство корелације (изузев у неколико појединачних парова показатеља и компаније), а свакако одсуство закономјерности.

Потврда оваквог закључка, посебно у погледу изразито разасуте дистрибуције резултата, најбоље је видљива са сљедећих графикана<sup>6</sup>:

**Граф 1:** Дистрибуција коефицијената корелације показатеља рацио анализе и цијена акција на БЛСЕ



**Граф 2:** Дистрибуција коефицијената корелације показатеља рацио анализе и цијена акција на SASE



<sup>5</sup> Напомињемо да је коефицијент Р/Е у појединачном израчууну узет у директној форми, те је стога његова корелација са цијеном позитивна, док је корелација просјека категорије ликвидности негативна, јер је исти коефицијент у израчууну просјека уврштен у инверзној форми.

<sup>6</sup> Показатеље рацио анализе, појединачно и на нивоу категорије, могуће је пратити по х-оси графикана, према редним бројевима из табеле, а њихове вриједности за појединачне компаније на у-оси графикана.

## 5. Закључак

Показатељи пословања компанија нису детерминанта цијена њихових акција на берзама у Босни и Херцеговини. Релација међу њима има природу случајности, а никако закономјерности. Иако је постојање релације између резултата пословања компаније и тржишне вриједности акција на берзама развијених земаља, па чак и на берзама неких земаља у развоју правило, у примјеру Бањалучке и Сарајевске берзе то није случај. Тржишта капитала у транзицијским земљама нису ефикасна у јакој форми, према Фаминој класификацији, и то није ни изненађење. Међутим, и на таквим тржиштима, како смо раније видјели, позитивна корелација између појединих показатеља пословања и тржишне цијене акција постоји.

Али, када је ријеч о акцијама са Бањалучке и Сарајевске берзе, није могуће издвојити нити један показатељ рачуна анализе чији тренд има позитиван коефицијент корелације са трендом тржишне цијене акција за све компаније из узорка. Једини примјер позитивне корелације за све дионице имамо на нивоу просјека показатеља оперативне ефикасности за компаније са Бањалучке берзе. Ипак, и у овом случају се не ради о јакој вези, најприје због тога што је дистрибуција коефицијената корелације појединачних показатеља рачуна анализе који творе просјек са цијеном изразито хетерогена, и по смјеру и по вриједностима. Позитивна корелација показатеља рачуна анализе са цијеном акција, на нивоу групе показатеља, забиљежена је у два примјера, за „Бањалучку пивару” и „Рафинерију уља Модрича”. Тренд кретања цијене акција „Бањалучке пиваре” има позитивну корелацију са свим показатељима ликвидности, док је тренд цијене акција „Рафинерије уља Модрича” у позитивној корелацији са свим показатељима рачуна анализе из групе оперативне ефикасности. Али, као и у примјеру на нивоу берзе, и у овим појединачним случајевима се ради о вези која нема карактер јаке или врло јаке релације.

Посебно интересантном сматрамо дистрибуцију коефицијената корелације трендова цијена акција и трендова показатеља пословања компанија са Сарајевске берзе, и то у домену профитабилности. Наиме, ова група коефицијената рачуна анализе исказује статистички сигнификантну и готово без изузетка (осим П/Е коефицијента) негативну релацију са цијенама акција на берзи. То практично значи да се цијена акција на тржишту формира супротно кретању профитабилности компанија емитената, односно да инвеститори исказују преференције према пословном губитку, а не према профитабилности.

Тржиште капитала у Босни и Херцеговини, очито је далеко од ефикасног. Да на овом тржишту постоји било какав ниво ефикасности, релација барем неког аспекта пословања компанија (барем једног коефицијента ра-

цио анализе) са цијеном акција на берзи била би позитивна и директна, на нивоу закономјерности (дакле, за све компаније). Међутим, то није случај, како се може видјети из дисперзије резултата истраживања.

Оваква ситуација у великој мјери релативизује могућност употребе инструментаријума фундаменталне анализе за процјену инвестиција на тржишту капитала. Иако је израчун коефицијената рацио анализе, обзиром на доступност финансијских извјештаја, беспријекорно могућ, па је тако могуће и вредовање компанија у погледу приступа унутрашње вриједности Грејема и Дода, инвестирање у дионице истих компанија не може се базирати на тако процијењеној вриједности, изузев у стратегијама инвестирања које се базирају на вриједности компаније („Value” или „Growth” стратегије) и на врло дуги рок. Одсуство везе показатеља пословања и тржишне цијене у периоду најактивнијег трговања на берзама значи да нема поузданих назнака, а посебно не гаранције, да ће тржиште у кратком року „препознати” унутрашњу вриједност компаније и уграђивати је у тржишну цијену њених акција.

Уколико пословање компанија није детерминанта тржишних цијена акција, на крају остаје питање шта јесте. Овако разасута дистрибуција коефицијената корелације трендова коефицијената рацио анализе и трендова тржишних цијена акција, наводи на два могућа закључка – или да инвеститори нису једнако информисани или да доступне информације не тумаче и не користе на исти начин. Вјероватно је тачно обоје. Корпоративна култура дистрибуције информација још није ни близу заживјела на тржишту капитала у Босни и Херцеговини (што производи високи ниво информацијске асиметрије, чак и у случају јавних информација), али са друге стране, ни свијест инвеститора није ни приближно таква и толика да би сами уложили адекватан напор у проналазак информација и конзистентну примјену алата финансијске анализе. Истовремено, на берзама у Бањалуци и Сарајеву, тргује (а посебно је то био случај раније, у периоду на којем се базира истраживање) велики број инвеститора који су се на тржишту „затекли случајно” као резултат процеса масовне приватизације. Њихови мотиви инвестирања често не спадају у домен рационалног, него су под утицајем јаким когнитивних и емотивних пристрасности. Стога детерминанте цијена акција на тржишту капитала у Босни и Херцеговини, ако цијене нису плод чисте случајности, треба тражити у домену бихејвиоралног, прије него рационалног.

## Литература:

1. Bragg, S.M. *Business Ratios and Formulas*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2002.
2. Damodaran, A. *Investment Philosophies*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003.

3. Fama, E.F. *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices*. New York: Basic Books Inc. Publishers, 1976.
4. Graham, B., Dodd, D. *Security Analysis*. New York: McGraw Hill, 1940.
5. Malkiel, B. *A Random Walk Down Wall Street*. New York: W.W. Norton & Company, 1999.
6. Mujić, N., Legčević, J., Mikrut, M. *Statistika za pravnike – On-line udžbenik*. Osijek: Pravni fakultet Osijek, 2009.
7. Pompian, M.M. *Behavioral Finance and Wealth Management*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2006.
8. Smith, A. *An Inquiry Into The Nature And Causes Of The Wealth Of Nations*. London. Elecbook Classics, The Electric Book Company Limited; 1998.
9. Campbell, J.Y. A variance decomposition for stock returns. *Economic Journal*. Vol. 101, No. 405, 1991, p.p. 157-179.
10. Campbell, J.Y., Shiller, R.J. Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update. Working Paper Series, Working Paper Nr. 8221. *National Bureau of Economic Research*. Cambridge. Расположиво 28.12.2012. године на: <http://www.nber.org/papers/w8221>;
11. Chen, S, Dodd, J.L. Usefulness of Accounting Earnings, Residual Income, and EVA?: A Value-Relevance Perspective. Working Paper. Social Science Research Network. Расположиво 28.12.2012. године на: <http://faculty.cbpa.drake.edu/dodd/research/mbaa/article.html>;
12. Hasani, S.M., Fathi, Z.. Relationship of the Economic Value Added (EVA) with Stock Market Value (MV) and Profitability Ratios. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol 4, No. 3, 2012, p.p. 406-415.
13. Khan, M.B., Gul, S., Rehman, S.U., Razzaq, N., Kamran, A. (2012). Financial Ratios and Stock Return Predictability (Evidence from Pakistan). *Journal of Finance and Accounting*. Vol. 3, No. 10, p.p. 1-6.
14. Kheradyar, S, Ibrahim, I, Mat Nor, F. Stock Return Predictability with Financial Ratios. *International Journal of Trade, Economics and Finance*. Vol. 2, No. 5, 2011, p.p. 391-396.
15. Kuznetsov, I. Multiples Valuation on Emerging Markets. Working paper. *Humboldt-Universität zu Berlin*. Расположиво 28.12.2012. године на: [http://www2.wiwi.hu-berlin.de/institute/hns/material/SP-multiples\\_Valuation\\_\\_Kuznetsov\\_Ivan.pdf](http://www2.wiwi.hu-berlin.de/institute/hns/material/SP-multiples_Valuation__Kuznetsov_Ivan.pdf);
16. Lewellen, J. Predicting returns with financial ratios. *Journal of Financial Economics*. No. 74, 2004, p.p. 209–235.
17. Ohlson, J. A. Earnings, book value and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, 1995, p.p. 661-687.

*Биљана Рондовић<sup>1</sup>*  
*Саша Вујошевић<sup>2</sup>*  
*Зденка Драгашевић<sup>3</sup>*

## **Препоруке за бржи развој електронског банкарства у делу електронских плаћања у Црној Гори**

### **Recommendations for the faster development of e-banking in the area of electronic payments in Montenegro**

#### **Резиме**

Анализа тренутног стања електронског банкарства, анализа фактора који детерминишу тај развој, те праћење тенденција на овом пољу треба да буде тема од националног значаја за Црну Гору. Из тог разлога, циљ овог рада је да прикаже тренутну, независну ситуацију на пољу електронског банкарства, са фокусом на степен употребе инструмената електронских плаћања, потом да анализира ограничења за ширу употребу електронског новца на овим просторима, и на крају да афирмише употребу електронских средстава плаћања у Црној Гори.

Рад је настао као резултат, са једне стране, све веће потребе за популаризацијом новчаних токова заснованих на дигитализацији, јер финансијски системи у Црној Гори постају сложенији и захтевнији, а са друге стране као резултат потребе да се уоче и отклоне веће несавршености везане за правила, стандарде и уобичајене токове класичних плаћања који су све мање ефикасни.

<sup>1</sup> Економски факултет и Подгорици, Црна Гора, biljaro@ac.me

<sup>2</sup> Економски факултет и Подгорици, Црна Гора, vsasa@ac.me

<sup>3</sup> Економски факултет и Подгорици, Црна Гора, zdenka@ac.me

**Кључне ријечи:** *електронска плаћања, електронски новац, електронско банкарство, електронске трансакције.*

## Summary

Analysis of the current situation regarding the development of e-banking, the analysis of factors that determine the development and monitoring of trends in this field, should be a topic of national importance in Montenegro. For this reason, the aim of this paper is to show the current, very unenviable situation in the field of electronic banking services, focusing on the level of use of electronic payment instruments, as well as to analyze the constraints for the wider use of electronic money in this area, and finally, to make recommendations for the promotion of increased use of electronic means of payment in Montenegro.

The paper is created as the result of the growing need for popularization of cash flows based on digitization, on the one hand, because financial systems in Montenegro are becoming more complex and demanding. On the other hand, it's a result of the need to detect and remove major imperfections related to the rules, standards and the usual classical payments that are less effective.

**Kew words:** *electronic payments, electronic cash, electronic banking, electronic transactions.*

## Увод

Крај прошлог века лансирао је нове видове платежних средстава на електронској основи, који су померили границе комфора на виши ниво и помогли ефикаснијем управљању финансијама. Електронско банкарство је пролазило пут од конзервативних ставова, преко нереалних очекивања, понекад фрустрација, до приметних позитивних ефеката у институцијама и процесима који подржавају информацијама генерисане трансакције.

Као и свуда у свету, и у Црној Гори кључни покретач профилације нових видова е-банкарских услуга и нових производа електронског новца била је борба финансијских институција да кроз техничку подршку трансакцијама, задрже постојеће и пронађу нове клијенте, што се уклапа у општу слику електронског пословања. Број учесника и странака који су функционално укључени у трансакције електронског новца има тенденцију да буде већи него у конвенционалним трансакцијама. Типично, поред клијената, укључени су емитери електронског новца, мрежни оператери, хардверски и софтверски произвођачи и они који врше клиринг трансакција електронског новца.



У Црној Гори, стопа прихватања свих видова електронског банкарства и употреба свих видова електронског новца није велика. Она је испод стопе која постоји у развијеним привредама света, а посебно и забрињавајуће, значајно испод стопе у земљама ЕУ.

Подстицај држем развоју електронског банкарства са циљем подизања нивоа ефикасности економских и друштвених процеса у банкарском сектору, захтева, између осталог, координиране напоре и активности од стране свих банака, владиних институција, али и клијената.

Иако на првом месту економски феномен, електронски новац би и у Црној Гори требало да постане део ширег процеса друштвених промена, условљених глобализацијом тржишта, променом односа према економији базираној на знању и информацијама, јачој улози технологије у остварењу боље цивилизацијске позиције сваког појединца.

Креатори амбијента за афирмацију електронског банкарства треба да знају да апликације електронских трансфера средстава треба да постану ефикасно средство не само за унапређење економске, већ и социјалне инфраструктуре.

Илузорно је очекивати да ће у Црној Гори, као и у другим земљама Југоисточне Европе, убрзо профункционисати потпуно покривено електронско банкарство са свим производима електронских плаћања, како је то у банкарским системима развијених привреда. Резултати анализа на тему ове проблематике јасно показују да постоји јединствен образац по коме се прелази из једне у другу фазу електронског банкарства, тако да у Црној Гори до нивоа који постоји у развијенијим банкарским системима треба да прође доста времена. Неке фазе развоја, ипак, не могу се прескочити. У сваком случају, на том путу много могу помоћи позитивна искуства како развијених, тако и земаља у развоју.

## **1. Анализа тренутног степена развоја електронског банкарства у делу електронских плаћања**

Преглед и анализа степена употребе производа електронског новца у Црној Гори темељи се на резултатима истраживања која су спроведена у свим пословним банкама и Централној банци Црне Горе (укупно 12 банака).

Закључци су изведени на бази разговора са менаџерима, кадром запосленим у ИТ сектору, на основу резултата спроведене анкете у банкама и на основу непосредног запажања процеса у неким банкарским системима.

Истраживање је требало да створи основу за анализе у делу питања која се тичу брзине развоја електронског банкарства, разлога несавршености банкарског сектора у Црној Гори на пољу примене информационо-телеко-

муникационе технологије (енг. *Information and communications technology - ICT*), захтева који стоје пред електронским банкарством у делу електронских плаћања, ограничавајућих фактора масовне употребе електронског новца.

И на крају, анализа има за циљ да створи основу за дефинисање смерница које треба да унапреде стање у области ICT у банкарству и промовише промене које доноси дигитализација новчаних токова.

Иако је електронско банкарство најразвијенија област електронског пословања у Црној Гори, још увек је рано говорити о типичном електронском банкарству и о масовној употреби електронског новца. Резултати анализе на основу спроведене анкете показују да у већини црногорских банка (70%), савремено електронско банкарство почело је да се појављује после 2000. године, када је створен правни оквир за реализацију банкарских активности електронским путем. Дефинисан правни оквир, удружен са и тада присутном ценовном конкуренцијом, довољно доступном технологијом, све већим захтевима од стране клијената и потребом за стварањем профита на бази нових дигиталних услуга, довеле су до првих видова реализације електронског банкарства. Тада су први пут услуге понуђене правним лицима. Нешто касније сличне услуге понуђене су и физичким лицима. Од тада до данас евидентни су напори и улагања у електронско банкарство.

Као и на почетку, и сада у банкама имиџ иновативности је битан, а технолошка решења више није тешко замислити. Већина банака има исти пакет услуга које се могу понудити електронским путем, али је интензитет употребе различит. Компаративне анализе показују да постоји глобални образац за еволуцију платних система и сугеришу да тренутне разлике у употреби, посматрано у разним банкама, показују да се оне налазе на различитим нивоима заједничког пута. То значи да и оне мање развијене банке могу лако установити и модернизовати сопствени платни систем који ће се једноставно базирати на позитивним искуствима развијених банака.

За сада у банкама постоји свест да развој електронских тржишта захтева ефикаснија и иновативнија средства плаћања, која ће постепено заузимати место на коме су годинама егзистирали инструменти класичних плаћања.

Црногорске банке немају озбиљних искустава са електронским новцем, који се често поистовећују само са платним картицама, а електронско банкарство углавном се поистовећује са SWIFT-ом. Највећи део електронског банкарства одвија се у међубанкарском пословању. Без жеље да се критикује одомаћена пракса, у већини анализираних банака често постоји одређена доза брзоплетости и одомаћено мишљење да баш све знају по питању електронских средстава плаћања. Софтверски новац и електронски чекови

су за већину банкарских службеника (чак и оних који раде у ИТ сектору) непознаница.

У скоро свим банкама које су биле предмет анализе, тренутна ИТ инфраструктура за производе електронских плаћања није неразвијена, тржиште је „одавно скенирано”, маркетинг мање-више припремљен. Значи: проблем није технологија, већ њено искоришћавање.

Услед кризе, смањене кредитне активности банака и неликвидности грађана да плаћају текуће обавезе, расте потражња за кредитним платним картицама. Резултати спроведене анкете, показали су да од интернационалних платних картица у употреби су углавном: Visa, MasterCard, Diners и у нешто мањем степену коришћења American Express. Ако се узме у обзир број становника и број издатих платних картица, долазимо до податка да Црна Гора има 0,6 картица по становнику. Разлози таквог стања су смањена потражња за платним картица у неразвијеном - северном делу земље и смањена потражња од стране старије популације у свим регионима. Број банкомата у целој Црној Гори је нешто више од 300, што кад се прикаже по критеријуму покривености, показује да један банкомат покрива површину од око 45 km<sup>2</sup>. Један од разлога таквог стања је веома ниска покривеност у северној регији земље и на путевима између самих градова. Тренутно, не постоји податак о степену искоришћености ти банкомата. У укупном платном промету електронско банкарство учествује са мање од 50%.

Решења мрежног банкарског пословања базирана на интернету, развијају се од стране различитих софтверских кућа, системских интегратора, финансијера, чак и провајдера. Фирме које се баве развојем континуирано демонстрирају да оквир извршења постојећег мрежног окружења може бити значајно проширен, али и даље постоје одређени проблеми, те смо мишљења да се на решавању истих мора упорно радити.

Наиме, јасно је да упркос бројним позитивним помацима у техничко-технолошком и административном смислу, електронско мрежно окружење и даље остаје са пуно аномалија. Чак и у високоразвијеним земљама, раст у расположивој ширини мрежног опсега често је спор и може бити кочница унапређењу електронског трансфера новчаних средстава. Посебан проблем у овом сегменту представља још увек недовољно развијена клијентска инфраструктура комуникације, што је последица непостојања критичне масе технолошки образованог становништва, недовољне едукације кадра и малог степена инвестиција у ИТ образовање становништва. Као свуда у свету, и у Црној Гори често технолошки напредак иде брже од способности појединаца да му се прилагоди. Пошто олакшан приступ овим системима брзо постаје саставни део људских знања и опште културе, про-

блем треба решити високим степеном доступности технологије и едукацијом за њену употребу.

Битан ограничавајући фактор бржег развоја електронског банкарства, свакако је инерција. Сматрамо да у случају употребе електронског новца у Црној Гори, инерцију подстичу два фактора:

1. Прво, за сада, пребацивање од употребе класичног ка масовнијој употреби електронског новца банке доживљавају као скупе процесе финансијског прилагођавања. У банкама је учестало мишљење да је потребно уложити велики труд и средства до тренутка стицања знања о томе како ће се понашати са новим производима електронског плаћања, или како ће се користити одређени механизми на којима егзистирају.
2. Друго, поучени ранијим негативним искуством са банкама, грађани тешко прихватају непроверене иновације. У том смислу, у банкама мора постојати свест да ће у новој економији основни ресурс бити поверење, а не новац. У Црној Гори је евидентно неповерење у банке, неповерење у нова решења и страх од плаћања путем интернета. За утеху, неповерење у сигурност плаћања преко интернета је приметно и у свету, поготово код старијих корисника.

Када је сигурност електронског банкарства у Црној Гори у питању, можемо закључити следеће:

- Само две банке имају регистроване .me и .цом домене;
- Две банке немају валидне SSL сертификате;
- На сваком сајту црногорских банака нађена је нека рањивост;
- На сајтовима црногорских банака нађено је 3149 рањивости, од чега 1861 критична;
- На само једном банчином сајту нису нађене критичне рањивости или рањивости средњег ризика;
- На сваком сајту за електронска плаћања црногорских банака нађена је нека рањивост;
- На сајтовима за електронска плаћања откривено је 1179 рањивости, од чега 43 критичне;
- На само једном сајту за електронска плаћања нису нађене критичне рањивости или рањивости средњег ризика;
- На само два сајта за електронска плаћања нису нађене критичне рањивости.

У тренутку када у свету онлајн банкарство заузима престо у електронском банкарству, обављање онлајн трансакција у Црној Гори је врло мало заступљено. Стога, на овим просторима не може се очекивати присуство интернетског банкарства (банака без филијале). Јавни телекомуникациони

„оператери” још увек нису свесни мрежних потреба електронског банкарства, а ни интернет провајдери не инвестирају на нивоу неопходном за његову потпуну подршку.

Ако се направи анализа веб-сајтова црногорских банака, стиче се утисак да су сви они дизајнрани за остварење интереса самих банака, док је понуда усмерена ка интересима клијената слабо уочљива.

У разговору са менаџерима банака, уочена је несигурност у смислу тренутне процене економских бенефита од употребе електронског новца. Ту несигурност у проценама, углавном, оправдавају постојањем дефицита у погледу методологија за мерење степена поврата инвестираних средстава у ИСТ.

## **2. Предлог мера за масовнију употребу инструмената електронских плаћања у Црној Гори**

Иако је правни оквир који регулише подручје електронског пословања довољно заокружен и усаглашен са правном регулативом Европске уније, у Црној Гори, кроз Закон о електронској трговини [1] и Закон о електронском потпису [2], постојећа правна решења још увек нису потпуно заживела у пракси. Свест о потреби имплементације оног што је правно регулисано у области електронског банкарства треба што пре преточити у конкретне правне норме, треба створити чврсте темеље заштите података у преносу рачунарским мрежама, а из сфере заштите људских права треба решити проблем заштите приватности [3].

Даље, потребно је ојачати институционалну оспособљеност кроз повећање административних капацитета у делу праћења начина спровођења законских и подзаконских аката и паралелно с тим оснажити судску праксу из области спровођења закона за област електронског банкарства и електронских плаћања. Пут ка остварењу овог циља подразумева континуирано образовање и упознавање са светском судском праксом из области електронског банкарства за један број запослених у привредном и управном суду.

Као и код развоја било ког вида електронског пословања, електронско банкарство у нашем окружењу подразумева имплементацију усвојених међународно признатих стандарда, пратећих упутстава и документације. Пошто се без њих коришћење електронског новца и реализација електронског банкарства не могу замислити, потребан је ефикаснији рад у националном Институту за стандардизацију. Институт би требао да буде укључен у рад свих тела Међународне организације за стандардизацију (ISO), тела Европ-

ског одбора за нормизацију и електротехничку нормизацију и тела Европског института за норме из области телекомуникација.

Такође, неопходно је вршити надзор рада банкарског сектора у складу са дефинисаним стандардима и нормама, као и дефинисати начин заштите од измена. Потребно је дефинисати начин санкционисања и тела која ће га извршавати у случају одступања од усвојених стандарда и норми. И у овом делу проблема треба да постоји едукација како не би дошло до разлика у разумевању и интерпретацији оног што је већ усвојено.

Дугорочно посматрано, било би добро именовати орган који би вршио процену ефеката имплементације оног што је усвојено у делу закона, стандарда и норми. Паралелно са овим мерама, требало би спровести масовније информисање грађана о њиховим правима, уколико користе електронска средства плаћања и о мерама и механизмима који их могу заштитити када се јављају као учесници у електронским трансакцијама.

Смањење дигиталног јаза у делу равномерније имплементације електронског банкарства на нивоу целокупног банкарског сектора у Црној Гори претпоставља изразу студије – нпр. *IT сџрајшеије у банкарсџиву*, којом би се дефинисала нова и њима прилагодила постојећа апликативна решења, архитектура рачунарске мреже, комуникациони протоколи, системи заштите и сл. Анализом банкарског сектора у Црној Гори лако се долази до информације да је у једном броју банака потребно урадити темељно реди-зајнирање појединих пословних функција, што би било олакшано уколико би постојало саветодавно тело за подршку у делу веће употребе платежних средстава на електронској основи.

Пошто у већини црногорских банака апликативна решења покривају активности из дела платног промета, потребно је обезбедити заокружену електронску потпору извођења свих банкарских активности. Поседно, треба решити све проблеме који коче већи степен употребе електронски потписаних докумената. Такође, треба укључити што више страних експерата за едукацију наших банкарских службеника, или по идентификацији поседних вештина потребних за електронско банкарство омогућити им праксу у банкама које су у већој мери осетиле дух информационо-телекомуникационе технологије. Ово може оснажити партнерске односе између банака и обезбедити јачање сопствених истраживачких потенцијала. Процес стварања ИТ стручњака за електронско банкарство не треба да се фокусира само на употребу технологија које треба да обезбеде њено функционисање, већ фокус треба ставити и на могућности самосталног креирања производа и услуга електронског банкарства.

Да би се осигурала дугорочна финансијска самоодрживост, потребно је променити начин размишљања у самим банкама (од начина схватања пој-

ма поверења, преко начина разумевања банкарског производа и услуге, до управљања екстернализованим системима и услугама у раду са електронским новцем).

Запосленима у банкама треба помоћи да схвате електронско окружење, да спознају нове аспекте виртуелне економије (користи и могуће препреке) и да упознају „економију даривања” [4]. Такође, потребно им је пружити помоћ у развоју стратешког плана позиционирања у електронском окружењу. У банкама треба да постоји свест да ће се будућности електронског банкарства све више окретати ка интернет банкама и да интренет може одбацити добре ефекте, чак и кад је стање неких уређаја испод оптималног. Треба промовисати интернет као комуникационо саобраћајно средство који може да подржи комерцијалне трансакције на свим нивоима сложености, под условом да постоје добро разрађене политике сигурности и безбедности. Поред иницијативе из банака, овде је потребна иницијатива и из Министарства за информационо друштво, јер је управо то Министарство најважња институција за развој ИСТ сектора у Црној Гори.

Правило примењиво за сва предузећа која желе успешан рад у електронском окружењу о обавези спровођења великог броја онлајн форми маркетинга, треба применити и за банке у Црној Гори. Банке треба да почну са применом нових онлајн маркетиншких форми, које би отклониле проблеме са постојећим стратегијама складиштења маркетиншких садржаја (дуплирање података и послова, застареле информације и сл.). Приликом преласка на онлајн маркетинг потребно је применити план постепене транзиције, којим би била обухваћена питања дизајна, садржаја, приступа, корисности, улагања, координације послова и сл. Предузећа не би смјела да целокупну маркетиншку стратегију заснивају на само пасивном покретању веб презентације (Inbound Marketing Strategy), већ би требало да изграде квалитетне односе партнерства на бази проактивних стратегија на интернету (Outbound marketing Strategy) [5].

С друге стране, у великом броју банкарских система у свести менаџмента постоје технолошки, социјални и други отпори везани за електронске системе плаћања. Уместо освајања недовољно познатог терена, своје краткорочне и дугорочне стратегије усмеравају на смањење трошкова традиционалног пословања и традиционалне комуникације. Један од битних разлога таквог размишљања јесте навика остваривања директних користи непосредно по обављеним банкарским трансакцијама у реалном свету и непостојање жеље пословања по принципу „Ubiquity now, Revenue Later”, учествуј сада, приходуј касније у електронском свету.

На дуже стазе менаџмент би требало да обрати пажњу на разлику у стварању вредности у материјалном и у електронском окружењу. Процеси кроз

које се ствара новац нису исти у оба света, и уколико се „пусти да тече како је до сада текло” може доћи до колективног самоубиства. У електронском окружењу тржиште може да уради нешто и кад банка није урадила ништа. Из тог разлога, потребно је низом едукативних програма утицати на свест менаџмента и омогућити им да сагледају и економске и социјалне ефекте понуде услуга плаћања електронским путем. У новој економији изворе раста треба тражити на одговарајућој културној подлози, потребној ИСТ инфраструктури и интелектуалном капиталу. „Супротстављајући старо са новим, налазимо да оно што је важно код новог није снага људских мишића, него снага мозга” [6].

Да би електронско банкарство постало оперативно, потребна је добра организациона конфигурација електронски вођених пословних процеса унутар банке која намерава наступ у електронском окружењу, али и хармонизација и интеграција пословних процеса између фирми које користе њене потенцијале на електронском тржишту.

Финансијске институције требало би да буду флексибилније и у међубанкарским односима како би прошириле простор за ближу сарадњу са клијентима и подигле квалитет банкарског пословања у „при” и „постуслугном” правцу. Мишљења смо да би и у Централној банци требало провести исцрпнија истраживања у вези са електронским банкарством и електронским инструментима плаћања. Сматрамо да је потребно направити динамичне технике за теоријска и емпиријска истраживања из ове области (нпр. напредне методе мерења односа између развоја платног система и привредног раста, продуктивности и унапређења финансијских тржишта, утицај различитих видова ризика на развој платних система, утицај веће употребе електронског новца на монетарну и фискалну политику, могућност мерења потенцијалне добити прихватања неког новог вида електронског плаћања, ефекти на инфлацију, политику задуживања и сл.).

Потребно је информисати и припремити и запослене у банкама и грађане у вези са приступом Црне Горе PayPal систему. Врло је вероватно да ће по приступу, грађани имати могућност плаћања путем интернета, али не и могућност примања новца. У Министарству за информационо друштво Црне Горе је за сад урађено све што је захтевано у циљу уклањања свих препреке да PayPal, безбедносни систем онлајн плаћања, дође у Црну Гору и очекује се да да ће у пакету са још неколико земаља из окружења бити доступан до средине 2013. године.

Не тако давна прошлост нашег банкарства оставила је трагове горчине и хронично неповерење од стране клијената. Повратити њихово поверење



и изградити нову врсту поверења са појавом иновација које имају карактер електронског новца неће бити лак задатак.

Шта би могла бити добра пракса?

- Клијентима треба омогућити приступ адекватним информацијама о банци, како би било могуће доношење утемељеног закључка о идентитету банке и њеном регулаторном статусу, пре упуштања у трансакције електронског карактера.
- У складу са добром правном праксом, банке би требало да разраде одговарајуће поступке за осигурање уговора који се тичу електронског банкарства;
- Потребно је прилагодити традиционалне програме ризик менаџмента новим аспектима електронског окружења. Многи проблеми у електронском банкарству тешко ће се моћи идентификовати класичним ризик менаџментом. То претпоставља ангажовање неких нових ресурса, изградњу нових стратегија и сл.
- Периодично (на добровољној или законској основи) ангажовати независну институцију за процену безбедности трансакција и јавно објављивати резултате процене [7];
- Потребно је увести обавезу банке да периодично спроводи независне интерне или екстерне ревизије пословања на овој основи;
- Неопходно је да банке имају обавезну пословну праксу ревизије и допуне дефинисаних планова за случај непредвидивих околности са све кључне системе и услуге које су подржане електронским плаћањем;
- У складу са претходном обавезом, банке морају имати резервне тимове одговорне за опоравак и процену финансијског учинка датих поремећаја.
- Поред осталих садржаја, на сопственој веб локацији банка мора имати и место где се могу видети утисци клијената у вези са употребом електронских платежних средстава;
- По узору на светску праксу, постати члан тзв. *Оцењивачке куће за електронска йословања*.
- Треба обезбедити потпуну глобалну подршку за све клијенте. Без обзира колико ће наше банке постати „електронске”, електронско банкарство обећава многе непосредне предности за банке које се суоче са повећаном глобализацијом тржишта. Повећана пословна ефикасност биће у спрези са развојем нових производа и освајањем нових тржишта. Да би црногорске банке створиле понуду глобалног типа потребно је: превести садржај веб страна на што више језика и обезбедити кадар који је квалификован за пружање одговора и помоћи која је за-

тражена са хетерогених језичких подручја и прилагодити садржај веб стране специфичним захтевима корисника из различитих земаља [8].

- Банке би требало да разраде одговарајуће поступке за периодичну процену одлука везаних за електронско банкарство и његове деривате.
- Потребно је утврдити критеријуме успешности за сваку кључну услугу и апликацију електронског банкарства;
- Стручност управе и запослених морају одговарати техничким карактеристикама и сложености е-банкарских апликација и са њима повезаних технологија.

Промоција инструмената електронског плаћања неминовно подразумева перманентну едукацију становништва по питању електронског новца, електронског банкарства и начина употребе њихових производа. Овај задатак се лако може остварити спровођењем инструктивних семинара на ову тему. Поред домаћих програма и ангажмана домаћих експерата из ове области препоручује се програм надлежних међународних организација. То што близу 50% становника у Црној Гори користи интернет и то што је сваки други просечни грађанин информатички писмен не значи и да је и термин електронски новац потпуно схваћен [9]. Вероватно ће бити потребне године и године да се навике промене и да се време појаве технологије приближи тренутку њеног потпуног прихватања и усвајања.

Подстицање активности у даљем стимулисању коришћења ICT-а међу свим старосним групама и свим регијама у држави, као и повећање утицаја на свест грађана о значају ICT-а, може се обезбедити обуком свих старосних група у целој Црној Гори. У том смислу неопходно је обезбедити високу доступност и коришћење ICT услуга међу ученицима, увести електронску евиденцију у свим деловима информационог друштва, обезбедити најатрактивније сервисе државне управе на порталу еУправа, подстицати предузећа, али и банке да спроводе ICT обуку и коришћење интернета за све запослене у складу са прихваћеним и прописаним стандардима. Претпоставке за реализацију ових активности, између осталог, треба да буду повећање ICT инвестиција по становнику и раст буџета за науку истраживање и развој [10].

Да би електронски системи плаћања добили свој пуни замах потребни су видљиви помаци у обезбеђењу електронске услужне инфраструктуре, како за банке тако и за индивидуалног корисника. С технолошког аспекта, њено постојање подразумева употребу: јавних телекомуникационих мрежних капацитета, рачунарски базираних комуникационих инсталација преко јавне мреже, кабловске мрежне сервисе, технологије за подршку размене информација у структурираним форматима и остале специјализоване

технологије потребне за административно – техничку подршку трансакцијама које се обављају на електронском тржишту. Одговорност за изградњу, одржавање и унапређење инфраструктуре електронских комуникација у финансијској сфери треба да буде и на државном и на приватном сектору. Логично, држава треба да подржи слободну конкуренцију и обезбеди различите облике подстицаја за инвестиције у овој области или да директно интервенише у изградњи потребне инфраструктуре. Држава, такође, једним делом, треба својим програма да подстиче израду е-банкинг система између којих постоји технолошка неутралност и интероперабилност.

Свесна значаја развоја и примене ИСТ-а, Црна Гора је у претходном периоду направила значајне кораке у том правцу. Ово је врло јасно препознато у рангирању Светског економског форума – индекс спремности мреже (ИСМ), где је сврстана на 44. позицију, од укупно 138 земаља, далеко изнад других европских држава у региону. Са пенетрацијом корисника мобилне мреже од скоро 200% и пенетрацијом корисника интернета који стандардно расте на око 50%, евидентно је да ИСТ сектор у Црној Гори пролази кроз интензиван раст [10].

Претпоставка веће употребе електронских платежних средстава, је потреба постојања високог степена повезаности експерта из области информационих технологија и економиста, а та повезаност, треба да им постане изазов у смислу проналажења нових система и решења електронског плаћања. За ове сврхе, потребно је формирати велике истраживачке тимове, усмерене на националне приоритете и потребно је укључити што већи број институција (универзитете и друге институције из области високог образовања, један број министарстава, компаније из јавног и приватног сектора које су специјализоване у области ИСТ-а...).

Поред утицаја у делу правне регулативе, подршка од стране државе подразумева и:

- Подстицај образовања и подизање степена информисаности грађана;
- Смањење дигиталног јаза, посебно на релацији север - остале регије у Црној Гори, село - град, млађа и старија популација становништва,
- Повећање броја бесплатних приступних тачака у јавним установама;
- Спровођење потребних мера у циљу спуштања цена приступа технологија уз помоћ којих долази до реализације електронских трансакција...

У конкретном проблему, подршка владиних програма није изостала у делу масовније употребе платних картица, што је и логично јер су трансакције картицама легалан ток готовине, што иде у прилог успешној наплати пореза. За сад није изгледно да се може очекивати помоћ за друге софистицираније видове електронских плаћања, посебно на пољу софтверског нов-

ца. То од обе стране захтева креирање бројних развојних стратегија које би омогућиле бржи раст комерцијалних способности и стварање нових врста електронског банкарског окружења.

Пошто ће будући степен употребе електронских средстава плаћања у будућности бити директно пропорционалан степену развоја електронске трговине, потребно је подстицати њен развој. За бржи развој електронске трговине треба стимулисати инвестиције у е-бизнис, обезбедити пореске олакшице за појединце и компаније који излазе у електронско окружење, едуковати кључне стејтхолдере ради јачања промета малих и средњих предузећа у електронским трансакцијама, подстицати оснивање дот.цом-ова и сл.

Употреба система електронских плаћања захтева од финансијске институције да поред традиционалних, сагледа и нове облике ризика и да то буде део њене развојне стратегије. Односно, банке морају развити сопствене поступке управљања е-ризикима. Ако направимо осврт на стање у развијенијим привредама, можемо лако закључити да су њихове банке уложиле много труда у развијање разних система плаћања. Сви они, углавном, почивају на употреби криптографије, како би се обезбедио несигуран канал. Временом, кроз праксу, неки системи су опстали, а неки не. За све учеснике у систему плаћања, као оптимално решење, показали су се системи засновани на платним картицама. Упркос великом залагању Vise и MasterCardа да се плаћања картицама обезбеђују преко SET протокола, још увек је неприкосновени господар у обезбеђивању трансакција путем интернета SSL протокол. Међутим, без обзира на сигурност протокола, остаје отворено питање о поверењу у трговца. Шта спречава трговца да са подацима које поседује, сам обави неку куповину или пребаци новац? Управо из тог разлога била је неизбежна појава специјализованих предузећа, тзв. „треће стране”, која би гарантовала тајност података (као нпр. ПауПал). Наиме, она чува податке о бројевима кредитних картица и она, у име купца, обавља плаћања, па трговац не може открити поверљиве податке.

Наравно, и у том случају се поставља слично питање: шта спречава ту компанију да злоупотреби податке? Одговор треба тражити у логици постојања и опстанка таквих компанија. Пошто те компаније обављају само ту врсту посла и живи од провизија, губитком поверења, које би се неминуовно десило након прве злоупотребе, изгубили би своју позицију на тржишту. Као пример може да послужи компанија GreenZap, која је након откривених злоупотреба брзо угашена.

Нажалост, у Црној Гори нема компаније тог профила, па би требало размислити о њеном оснивању, чиме би се поспешило развој електронске трговине.

Сам SSL протокол, преко кога клијенти са црногорским банкама успостављају сигурну конекцију, је сигуран онолико колико то данашња теорија и пракса показују. Није доказано да су имплементирани алгоритми непробојни<sup>4</sup>, али вишегодишња пракса показује да му се може веровати. У том смислу, црногорске банке не заостају за светским и можемо сматрати да је сама трансакција довољно сигурна. Ако је успостављена веза сигурна и даља размена података безбедна, а сама трансакција обезбеђена SSL протоколом и као таква сигурна, остаје отворено питање да ли је заиста успостављена конекција конекција са траженом банком.

Сертификат је једино што клијенту даје гаранцију. Отуда и потреба да сертификате издају проверена ауторизациона тела. Сам веб претраживач препознаје валидне сертификате издате од стране признатих ауторизационих тела. Нажалост, у Црној Гори до краја 2010. готово све банке су имале невалидне сертификате, а 2012. две банке и даље немају валидан сертификат [12].

На регуларним сајтовима црногорских банака констатовано је преко 1.860 критичних рањивости, што представља алармантан број. Иако ови сајтови нису повезани са рачунима клијената, ипак њиховим компромитовањем и банка и клијенти могу да претрпе штету. У најмању руку, злонамерни корисник може да компромитује сајт постављајући на њега разне непожељне материјале (рекламе, порно садржај...), чиме банка губи на кредибилитету. Такође, у зависности од садржаја самог сајта, злонамерни корисник може доћи и до поверљивих података, које ће, евентуално, искористити за налажење рањивости на много важнијем сајту – за електронско банкарство.

На серверима за електронско банкарство констатоване су 43 критичне рањивости и оне носе далеко већи ризик од 1861 критичне рањивости откривене на регуларним сајтовима. На серверима за електронско банкарство директно су угрожени рачуни корисника.

Пошто се у овом случају ради о много осетљивијим подацима него на регуларном сајту банке, свака банка би требала да уради детаљно испитивање на рањивости. При том би требало да се користи модел „беле кутије”, тј. да се испитивање врши уз познавање архитектуре система. Иако нападач, по правилу (ако нема инсајдерске информације), не зна ништа о структури сајта, тј. напада по моделу „црне кутије”, ипак откривањем једне рањивости, може доћи до сазнања за налажење нове. Отуда би се моделом „беле кутије” обезбедило налажење свих потенцијалних пропуста.

<sup>4</sup> Године 2008. откривене су слабости унутар SSL протокола, у оквиру MD5 функције, и уз помоћ 200 паралелно повезаних Sony playstationa 3, тим криптографа је у *Laboratory for Cryptologic Algorithms at EPFL*, успео је да креира лажни СА [11].

Да би се повећало поверење у инструменте електронских плаћања и експлоатисале шансе што их пружају разноврсне форме комерцијалних трансакција које су базиране на електронској обради и трансмисији података, многи проблеми морају бити решени не само од стране пословних система већ и од стране државне управе [13].

## Закључак

На основу свих претходних излагања, може се закључити да, као и у другим земљама, електронски новац и електронско банкарство у Црној Гори, уопште нису нове услуге, али немају завидан степен употребе и често су маркетиншки експлоатисани.

Као и свуда у свету, у Црној Гори, кључни покретач профилације нових видова е-банкарских услуга и нових производа електронског новца била је борба финансијских институција да кроз техничку подршку трансакцијама, задрже постојеће и пронађу нове клијенте, што се уклапа у општу слику електронског пословања.

У Црној Гори, број учесника и странака који су функционално укључени у трансакције електронског новца има тенденцију да буде већи него у конвенционалним трансакцијама. Типично, поред клијената, укључени су емитери електронског новца, мрежни оператери, хардверски и софтверски произвођачи и они који врше клиринг трансакција електронског новца.

Анализе за потребе овог рада су показале да финансијске институције могу да буду флексибилније у интерним односима, могу да прошире простор за ближу сарадњу са клијентима и да подигну квалитет банкарског пословања у „при” и „постуслужном” правцу. Распоред очекиваних користи међу банкама у великој мери ће зависити од организационих, технолошких, едукационих, образовних, истраживачких, а понекад и политичких фактора који делују за промене у електронском окружењу тих банака или против њих.

Доминантна улога стручњака из области ИТ и банкарства, удружена са већом ефикасношћу државних органа и што мањи уплив политике, могу бити добра основа за масовнију употребу електронског новца, посебно софтверског.

Колико ће део новца бити трансформисан у софтвер и у којој мери ће се остварити предвиђања о потпуном прелазу на плаћања путем електронских импулса, највише ће зависити од спремности монетарних власти да прихвате и воде монетарну политику у електронском окружењу, што свакако неће бити лак задатак.

Реализација и масовна употреба електронских система плаћања у банкама које су биле предмет анализе, у великој мери зависи и од критичне масе трансакција и климе поверења коју су ови системи спремни створити у релацијама клијент-трговац-финансијске институције. Промовисање поверења у производе електронског плаћања није лак задатак, посебно ако се има у виду фактор инерције који је уопштено присутан када су у питању производи плаћања, а у Црној Гори посебно.

Поверење у електронске валуте може бити повећано ефикасним маркетиншким програмима. Више од свега, успех ће зависити од инвентивности финансијских компанија из овог региона у дизајнирању стратегија за храбрију употребу ових производа.

Пошто су уочени одређени недостаци и безбедносни пропусти, на том проблему се мора интезивно радити. Неки од уочених пропуста се могу врло лако отклонити, док за неке треба више времена и ангажовање стручне помоћи. Време ће показати како банке реагују на поједине пропусте (и да ли их уопште констатују) и на који начин се то одражава на коришћење електронског банкарства и конкурентност банака.

Пошто су до сада многобројне студије показале да електронски новац и електронско банкарство погодују већој ефикасности у банкарском сектору, закључујемо да треба подстицати њихову употребу све док централне банке могу ефикасно управљати променама које они доносе. Наравно, системи електронског плаћања тренутно нису свемоћни, али имају велики економски потенцијал.

И да закључимо: иако многи економисти и даље сматрају да банке нису институције са технолошким разлозима постојања и да их не може заменити ниједан технолошки продукт, да не постоје поуздани докази о томе како електронски новац доприноси трајној користи у виду убрзања аупута и продуктивности ван сектора високе технологије, мора се признати да све промене које су дошле са дигиталним пословањем указују на то да је електронски новац неповратив тренд са великим потенцијалима, али и бројним изазовима адаптације од стране свих учесника у процесу [14].

Пошто је тешко издвојити утицај технологије електронског плаћања из технолошких промена у целини, за подстицај веће употребе електронских инструмената плаћања није довољна само иницијатива из банака.

## Литература

1. Закон о електронској трговини, Сл. лист Републике Црне Горе, бр.80/04
2. Закон о електронском потпису, Сл. лист Републике Црне Горе, бр.55/03 И 31/05

3. John D. Muller „Selected U.S. Legal Issues in Issuance of Electronic Money”, 2002.
4. Joseph E. Stiglitz, Bruce Greenwald „Towards a New Paradigm in Monetary Economics” 2003.
5. Biljana Rondović, Suppositions For Development Of E-Business In The Montenegro, Montenegrin Journal of Economics, vol VI, 2011, Podgorica
6. Burnes, B., „Managing Change”, Pitman Publishing, London, 1994.
7. B. Radenkovic, M. Despotovic, S. Čavoški (2001), Elektronsko poslovanje- Stanje i perspektive, FON.
8. Castells, Manuel , The Information age: Economy, Society and Culture- The rise of the Network society, Blackwell, 2009.
9. Употреба информационо-комуникационих технологија у Црној Гори у 2011. години, Саопштење број 185, Завод за статистику Црне Горе: <http://www.monstat.org/userfiles/file/ICT/Uпотреба%20ICT%20u%20domacinstvima%2015%20decembar.pdf>
10. Влада Црне Горе, Министарство за информационо друштво (2009), Стратегија развоја Информационог друштва у Црној Гори од 2009. до 2013. године.
11. Sotirov, A., Stevens, M., Appelbaum, J., Lenstra, A., Molnar, D., Osvik, D.A., de Weger, B., „MD5 considered harmful today: Creating a rogue CA certificate”, 25<sup>th</sup> Chaos Communication Congress, Berlin, December 2008.: <http://www.win.tue.nl/hashclash/rogue-ca/>
12. Vujošević, S., „The analysis of electronic banking weaknesses in Montenegro”, Acta Economica, Vol. X, No. 17 / June 2012.
13. Katja J. Würtz, Klaus M. Löber „Electronic money institutions : a new category of credit institutions” Butterworths journal of international banking and financial law; vol. 17, afl. 11, pag. 448-453 / 2002.
14. Велимир Шоње, Изазов „нове економије”: од рачунала и интернета до електронског новца, Привредна кретања и економска политика, Vol.11 No.86, 2001.



Душко Даничић<sup>1</sup>  
Данка Панић<sup>2</sup>

## Циљеви и обим концентрације власништва у акционарским друштвима у Републици Српској

### Objectives and scope of ownership concentration in listed companies in Republic of Srpska

#### Резиме

Укрупњавање власништва и преузимање предузећа је обично повезано са мотивима какви су: максимизирање добити у дугом року, освајање нових њржишта, осиваривање контроле ради ујрављања предузећем и његовој дуорочној развоја и сл. Као мотив за кувовину већинској учешћа или концентирацију не мора бити пословање, већ нематеријална и материјална имовина друштва, име или групе вриједне ставке пословне или инвестиционе акције. Из представљених података добијених током обављеној истраживања, закључује се да се Република Српска сврстава у групу земаља у којима је власништво над изданим компанијама концентрисано. Мотиви који су претходили концентracији капиталала често су повезани са имовином друштва, док је пословање имало споредну улогу, што је у многим случајевима довело до падења пословних активности предузећних друштва. Промјена укрупној пословној амбијенци најбољи је начин да се не само концентracија капиталала, већ и остале инвестиције усмјеравају ка реалном сектору и пословним циљевима који укључују развојне пројекте и инвестирање за будућност. Тиме ће се умањити мотивисаност власника капиталала

<sup>1</sup> „Адитон“ доо Б.Лука, aditon.doo@gmail.com

<sup>2</sup> „Адитон“ доо Б.Лука, danka.panic85@gmail.com .

да инвестирају у краткорочне пројекте са циљем кувовине и брзе прогаје иривредној друштва, што се код нас своди на прогају ставки активе. На овај начин ће се умањити и број ликвидација које су подстиакнуће намјером да се имовина друштва прога и уновчи.

**Кључне ријечи:** концентрација власништва, мотиви и циљеви концентрације, иреузимање акционарских друштва, концентрација власништва у Републици Српској.

## Summary

*Enlargement of ownership and takeover is usually associated with motifs such as: maximizing profit in the long term, new markets, gain control of management of the company and its long-term development, etc. The motive for the purchase of the majority share or concentration is not necessarily doing business, but tangible and intangible assets of the company, its name, or other valuable items of business or investment assets. From the presented data obtained during the research that was done, it could be concluded that the Republic of Srpska ranks among the countries in which the ownership of listed companies is concentrated. Motives that preceded the capital concentration are often associated with property companies, while business had a supporting role, which in many cases has led to the closure of books, business activities undertaken societies. Change in the overall business environment is the best way to not only capital but also the concentration of other investments are directed towards the real sector and business objectives that include development projects and investments for the future. This will reduce the motivation of the owners of capital to invest in short-term projects in order to purchase and quick sale of the company, it comes down to us on the sale of assets items. In this way the number of liquidation, that were triggered with the intent to sell the assets of companies, could be reduced.*

**Key words:** ownership concentration, the motives and goals of concentration, takeovers, ownership concentration in the Republic of Srpska.

## Увод

Прелазак земаља из једног друштвеног уређења у друго се означава као транзиција, а овај појам се посебно везује за прелазак из социјализма (планске привреде) у капитализам (тржишну привреду). Транзиција није краткорочни процес. Напротив, она траје годинама и подразумејева обимне и многобројне промјене у земљама које мијењају друштвено уређење.

Република Српска и Босна и Херцеговина су биле у транзицији у периоду после 1996. године, а у неким сегментима друштва транзиција и даље траје. Један од процеса који је неминован за земље у транзицији јесте приватизација капитала у државним (друштвеним/јавним) предузећима и изградња ефикаснијег привредног система.

Усвојени модели приватизације државног капитала у земљама у транзицији су различити од државе до државе, али су крајњи резултати исти – највећи број бивших предузећа у државном власништву постала су акционарска друштва, или друга друштва капитала у већинском или у потпуно приватном власништву. По завршетку првог вала приватизације у државама које су поново ушле у свијет тржишне економије, формиране су и берзе као уређена тржишта капитала<sup>3</sup>, што је омогућило слободну куповину и продају акција већ приватизованих предузећа. Овим су створени институционални предуслови за концентрацију и преузимање привредних друштава од лица која су изразила интерес да преузму кључну улогу у управљању конкретним привредним субјектом или је преузимање постала њихова законска обавеза. Наиме, слично како је то уређено и у развијеним тржишним привредама, тако су и у земљама у транзицији донесени прописи о обавези преузимања акционарских друштава од стране лица која стекну контролни праг акција.

Динамика укрупњавања власништва од стране доминантних акционара или других заинтересованих страна<sup>4</sup> је различита и у развијеним економијама свијета. То је био дуготрајан процес, док се у „новим” тржишним привредама то одвија убрзано.

Концентрација власништва је мотивисана различитим циљевима, о чему ће се посебно говорити у свјетлу циљева који се сусрећу у тржишно развијеним привредама, транзицијским земљама те на нашим простори-

<sup>3</sup> Берзе капитала у земљама у транзицији формиране су поново крајем 90-их година прошлог вијека. Тако је Љубљанска берза основана 1989. године, Загребачка и Украјинска 1991. године, Прашка и Монтенегро берза у Подгорици 1993. године, Македонска и Московска берза капитала 1995. године, док су Бањалучка и Сарајевска берза основане 2001. године. Када је у питању Београдска берза, напомиње се да је прво уређено тржиште капитала у Србији отпочело са радом давне 1894. године, док је после социјалистичког периода берза у Београду поново отворена 1989. године. Као најстарије уређено тржиште капиталом сматра се Амстердамска берза (енгл. Amsterdam Stock Exchange – ASE) основана 1611. године, док је Лондонска берза званично отворена 1801. године. У Америци, Њујоршка берза отпочиње са радом 1792. године, а у Азији највећа је Токијска берза која је основана 1878. године. Извори података: <http://www.instaforex.com/rs/clocks.php>; [books.google.hr/books?isbn=8679123072](http://books.google.hr/books?isbn=8679123072); [books.google.hr/books?isbn=8685393027](http://books.google.hr/books?isbn=8685393027), <http://books.google.hr/books?id=Jrh9Pj2MQTcC&pg=PA51&dq>.

<sup>4</sup> Понуду за преузимање акционарских друштава може објавити и мањински акционар, група акционара, али и лице које нема у власништву акције друштва.

ма и Републици Српској. Такође посебна пажња ће се посветити крајњим резултатима концентрације власништва и преузимања акционарских друштва, тј. покушаће се дати одговор на питање да ли је повећање учешћа најзначајнијих акционара у власништву помогло да акционарска друштва на простору Републике Српске наставе и даље развијају пословну дјелатност, а ако је ријеч о друштву у кризи да је циљ концентрације опоравак и отпочињање са новим развојним циклусом или у великом броју случајева, то ипак није мотив за преузимање већинских пакета власничких права у привредним друштвима на овим просторима.

## 1. Концентрација власништва и корпоративно управљање

Концентрација власништва у акционарским друштвима дешава се паралелно са раздвајањем улоге власника од улоге менаџера у друштвима капитала, па је у том свјетлу треба и посматрати. Десетинама година унатраг, компанијама са дисперзованим власништвом<sup>5</sup> управљало се на традиционални или начин који је више-мање прилагођен тренутно успостављеним власничко-управљачким односима. Међутим, озбиљније расправе о корпоративном управљању у Великој Британији и САД<sup>6</sup>, као државама са најразвијенијом праксом управљања корпорацијама, започеле су тек крајем 80-их и почетком 90-их година прошлог вијека када се због неправилности у финансијском извјештавању и прикривања лошег управљања, у већем броју дешавају пропадања и банкротства значајних компанија од којих су неке имале и стогодишњу традицију<sup>7</sup>.

„Корпоративно управљање припада ширем институционалном оквиру који регулише комплексне релације између менаџера компаније, њеног управног одбора, акционара и других стејкхолдера.”<sup>8</sup> Корпоративно

<sup>5</sup> Како је записано у економској историји, прво акционарско друштво основано је давне 1602. године у Холандији, а то је Холандска источноиндијска компанија (енгл: Dutch East India Company), Западноиндијска компанија се оснива 20-так година послије, док прва акционарска друштва у Енглеској настају крајем 17. вијека, а у САД се оснивају средином 18. вијека. На нашим просторима, прва акционарска друштва се оснивају средином 19. вијека у Србији. Озбиљне расправе о корпоративном управљању везују се тек за 80-те године XX вијека. Саморегулација управљања компанијама, без озбиљних научних разматрања међуодноса власника и менаџмента трајала је преко 400 година. Извор: [www.britannica.com/EBchecked/topic/174523/Dutch-East-India-Company](http://www.britannica.com/EBchecked/topic/174523/Dutch-East-India-Company)

<sup>6</sup> Настанак научне дисциплине која се бави корпоративним управљањем везује се управо за ове двије економије.

<sup>7</sup> Ево неких од тих компанија: Drexel Burnham Lambert Inc, Franklin National Bank, First Jersey Securities, Penn Square Bank N.A., Penn Central Transportation Co, United Fruit Company и др. (Извор: <http://www.hrworld.com/features/33-biggest-corporate-implosions-042808/> (14.12.2012.)

<sup>8</sup> Савовић, С. *Концентрација власништва као инјерни механизам корпоративне контроле*. Економске теме. Ниш: Економски факултет у Нишу, 2008. стр. 165.

управљање, такође, обезбјеђује структуру путем које се одређују циљеви компаније, као и средства за постизање тих циљева и праћење резултата. Корпоративно управљање би требало да буде кључни елемент у побољшању економске ефикасности, раста и позитивног утицаја на повјерење инвеститора. Дефиниција корпоративног управљања коју је дала Организација за економску кооперацију и развој (ОЕСД) гласи: „Оквир корпоративног управљања треба да промовише транспарентна и ефикасна тржишта, да буде у складу са владавином права и да јасно артикулише подјелу одговорности између различитих надзорних, регулаторних и извршних органа.”<sup>9</sup>

У одређеном периоду развоја привредних друштава, власници капитала су управљање друштвима постепено повјеравали стручњацима са специјалистичким знањима из области управљања и менаџерским способностима (или се претпоставља да таква знања и способности посједују). Ово је било посебно изражено у друштвима гдје је власништво широко дисперзовано на начин да је подијељено на велики број малих акционара. Међутим, у пракси су почели настајати агенцијски проблеми који се односе на супротстављене интересе менаџера и власника. „Још су Berle и Means (1932) препознали да у компанијама са широко дисперзованим власништвом може доћи до дивергентних интереса између менаџера и акционара, тако да су у својим радовима говорили о страху од „корпоративног пљачкања” усљед раздвајања власништва и контроле.”<sup>10</sup> Један од примјера агенцијског проблема, који се често наводи у стручној и научној литератури и који је можда и најизраженији, односи се на одлуку о исплати дивиденде. Наиме, менаџери настоје што већи дио остварене добити текуће године задржати и реинвестирати, док је власницима у интересу да се што већи дио остварене добити исплати. Сигурно је да оквир корпоративног управљања треба да заштити и олакша остваривање права акционара и доношење одговарајућих одлука, које ће водити максимизирању вриједности предузећа и богатства акционара. У сваком случају, у условима када је власништво над друштвом широко дисперзовано, а интереси власника и менаџера супротстављени, у циљу усмјеравања доношења одговарајућих одлука поштовање принципа корпоративног управљања постаје посебно значајно.

У условима раздвојености улоге власника од улоге менаџера или управљања, ефикасност доношења одлука постаје врло упитна. Поштовањем начела и принципа корпоративног управљања требала би се постићи ефикасност, а да истовремено интереси власника и повјерилаца буду заштићени.

<sup>9</sup> OECD Principles of Corporate Governance, 2004. Стр. 17.

<sup>10</sup> Савовић, С. Концентрација власништва као интешни механизам корпоративне контроле. Економске теме. Ниш: Економски факултет у Нишу, 2008, стр. 166.

Повећањем броја излистаних компанија на свјетским берзама и развојем тржишта капитала уопште, потреба за корпоративном контролом постаје све значајнија. Постоји неколико начина за спровођење корпоративне контроле, али се они у принципу сврставају у двије групе: интерни и екстерни. Који од ова два механизма ће се примјењивати зависи од тога да ли је оквир корпоративног управљања у датој земљи тржишно оријентисан, или је оријентисан на велике акционаре. У првом случају користиће се више интерни механизми корпоративне контроле, док ће за други случај бити карактеристични екстерни механизми преко институционалних инвеститора.<sup>11</sup> Један од начина успостављања корпоративне контроле је и концентрација власништва. Концентрација власништва се, према лексикону Financial Times-а, дефинише као количина акција коју посједују индивидуални инвеститори и велики блок-холдери. У предузећима чијим се хартијама од вриједности јавно тргује велики блок-холдери су обично институционални инвеститори.<sup>12</sup>

## 2. Основни циљеви концентрације власништва у акционарским друштвима

Из претходног поглавља већ се јасно може закључити да је један од основних циљева концентрације власништва и стицање контроле у привредном друштву, успостављање пуне контроле на избор и рад менаџмента, као и на процесе одлучивања у акционарском друштву. Без обзира што доношење стратешких и текућих одлука од стране већинских власника може бити усмјерено на заједничке али и приватне користи, евидентно је да је питање одлучивања и управљања свакако један од главних мотива концентрације власништва.

Мотив за концентрисање власништва може се подударати са циљевима који се сусрећу код стицања акција неког предузећа, а које нема учинке концентрације. Мотиви стицања акција неког предузећа обично су: остваривање дивиденде, куповина одређеног пакета акција у сврху планиране аквизиције или фузије, или једноставно куповина ради даље продаје по вишој цијени и остваривање зараде на тај начин. Последњи мотив обично за собом вуче кратко посједовање акција неког предузећа и то обично ни-

<sup>11</sup> Савовић, С. *Концентрација власништва као интерни механизам корпоративне контроле*. Економске теме. Ниш: Економски факултет у Нишу, 2008, стр. 172-173

<sup>12</sup> То су банке, пензиони фондови, осигуравајућа друштва, фондације, синдикални фондови, инвестициони фондови или инвестициони трустови који прикупљају удјеле или уштеђевину великог броја индивидуалних инвеститора да би их као институционални (заједнички) инвеститори пласирали на тржишту. Извор: <http://lexicon.ft.com/Term?term=ownership-concentration> (31.08.2012.)

када није толика количина колика је потребна за контролни пакет, али није искључена могућност да у појединим случајевима инвеститори који имају довољно капитала уложе у акције неког предузећа (и то у довољно велику количину која би им обезбједила контролу), држе их кратко у свом портфељу и потом их продају по вишим цијенама, те на тај начин остваре добит.

Један од мотива концентрације власништва може бити и настојање да се освоје нова тржишта, или да се стекне контрола над зависним предузећем како би се преко њега и његовог пословања остваривали пословни циљеви матичног предузећа, или групе. Наиме, стицањем контролног пакета акција које носе право гласа у предузећу које послује на другом тржишту, стицалац - власник добија могућност да доноси одлуке које ће омогућити ширење тржишта неког другог бизниса којег већински акционар већ има на другој дестинацији. На тај начин власник ће добити могућност да приступи другом тржишту користећи искуство, име, купце, информације и друге ресурсе које посједује предузеће чији се контролни пакет акција стиче.

Концентрација власништва често доноси реструктурирање привредног ентитета, захтјева за рационализацијом пословних функција, елиминисање непрофитних дјелатности, линија и погона, као и друге мјере чији је првенствени задатак увећање добити у конкретном друштву. Оваквим мјерама доминантни власник ће смањити оперативне трошкове и повећати профитабилност својих улагања у односу на вријеме када није имао одлучујући утицај на избор руководства и доношење пословних одлука у привредном друштву. Профитабилност се у одговарајућем времену може повећати увећањем пословних активности и укупног прихода уз одговарајућу контролу пораста трошкова пословања. Оваква оријентација већинског власника, која је повезана са значајно већим ризицима и улагањима у овом времену транзиције на нашим просторима ријетко се сусреће.

Као мотив за куповину већинског учешћа или концентрацију кроз посједовање акција које ће омогућити контролу квалификоване већине гласова<sup>13</sup> не мора бити пословање, већ нематеријална и материјална имовина друштва, име или друге вриједне ставке пословне или инвестиционе активне. Процјена да су те ставке у билансима потцијењене могу мотивисати инвеститоре да преузму одлучујућу улогу код доношења одлука о продаји дијела или цјелокупне активне друштва, док се пословна дјелатност дјелимично или у цијелости гаси. Мотив да се објави одлука о преузимању акционарских друштава нарочито је присутан у земљама у транзицији, па и на нашим просторима. У значајном постотку друштава гдје је извршена концентрација, дјелатност због које су та друштва основана не обавља се,

<sup>13</sup> Већинско учешће је 50 % + једна акција, док се квалификована већина у правним системима веже за посједовање 2/3 или већег постотка гласачких права.

а у многим случајевима, обично у посрнулим предузећима, дошло је до гашења свих значајних привредних активности, имовина је распродата или су највредније позиције непокретности, постројења и опреме пренесени у власништво повезаних лица. На овај начин су многа привредна друштва после деценија пословања ликвидирани, а имовина (обично непокретности) промијенила власника, било да је то неко ко је близак већинском власнику или је продата трећим лицима.

### 3. Ниво концентрације власништва у развијеним економијама

Ниво концентрације власништва у појединим земљама, мотиви концентрације, као и корелација између концентрације и других варијабли били су предмет истраживања многих аутора. Међу њима истичу се Berle, Means, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, Vishny и др. Поред тога што су изучавали територијални распоред концентрације власништва, они су настојали пронаћи везу између законских прописа који се примјењују на заштиту интереса акционара и нивоа концентрације власништва, нивоа концентрације и перформанси предузећа, нивоа концентрације и зараде по акцији и слично. La Porta, Lopez - de - Silanes, Shleifer и Vishny су 1997<sup>14</sup>. године утврдили да је концентрација власништва у директној корелацији са законима и правилима која штите интересе инвеститора - акционара. У земљама гдје су ови закони слаби - концентрација власништва је већа, а права мањинских акционара угрожена, и обрнуто. Друге студије су повезивале агенцијске трошкове са концентрацијом власништва. Тако, на примјер, Bethel, Liebeskind и Opler су 1998<sup>15</sup>. године дошли до закључка да стицање блока акција<sup>16</sup> позитивно утиче на профитабилност предузећа и на повећање поврата на уложена средства. Они су тврдили да тржишна утрка за дјелимичном корпоративном контролом игра улогу у смањењу агенцијских трошкова. То су објашњавали на сљедећи начин: када акционари/инвеститори стичу велике блокове акција са правом гласа, то утиче на менаџере да се, у страху од преузимања, више ангажују у преузимању пословних активности које ће донијети нову вриједност акционарима.

<sup>14</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. *Legal Determinants of External Finance*, *Journal of Finance*, 1997, 52, pp. 1131-1150. <http://www1.fee.uva.nl/pp/bin/1557fulltext.pdf> (28.09.2012.)

<sup>15</sup> Bethel, J. E.; Liebeskind, J. P.; Opler, T. Block Share Purchases and Corporate Performance, *The Journal of Finance*, 1998. 53, pp. 605-634 <ftp://ns1.ystp.ac.ir/YSTP/1/1/ROOT/DATA/PDF/unclassified/JF98.PDF> (28.09.2012.)

<sup>16</sup> Уобичајено се под блоком акција подразумевају минимални пакет од 5% удјела у акцијама са правом гласа.



Истраживања вршена на тему концентрације власништва су показала да су значајне разлике у нивоу концентрације у појединим земљама. Постоје земље које имају више изражену власничку концентрацију и друге у којима је власничка структура више дисперзована. У прву групу земаља се сврставају Њемачка, Аустрија и друге земље континенталне Европе.<sup>17</sup> У другу групу земаља се сврставају Велика Британија, Сједињене Америчке Државе, Канада, Аустралија и друге англо-саксонске земље. Још су Berle и Means 1932. године, истражујући концентрацију власништва и контролу у компанијама у Великој Британији, констатовали да је у већини компанија које су излистане на Лондонској берзи власништво широко дисперзовано, док је више концентрисано у неизлистаним компанијама.<sup>18</sup> Структура власништва у америчким компанијама је такође била широко дисперзована. Међутим, новија истраживања показују да се власништво полако концентрише и у Сједињеним Америчким Државама, као и у Великој Британији. Шта више, једно од истраживања које је вршено у Сједињеним Америчким Државама за циљ је имало да потврди или оповргне мит о широко дисперзованом власништву у компанијама које су излистане на америчким берзама. Ове земље се од земаља континенталне Европе разликују по већем учешћу институционалних инвеститора, али и по томе што се акције компанија које котирају на берзама Велике Британије и САД више налазе у рукама *инсајдера* (менаџера, чланова одбора и директора)<sup>19</sup>. У периоду 1963-1992. године, власништво над акцијама британских компанија које се налази у рукама институционалних инвеститора се попело са 30% на 60%, док се ова бројка у Њемачкој креће око 20%<sup>20</sup>. Ипак, истраживања из 2001. године показују да је просјечно процентуално учешће највећег блок холдера у власништву над акцијама које носе право гласа у Великој Британији, око 10%, док је у Њемачкој, Аустрији и Италији преко 50%<sup>21</sup>.

<sup>17</sup> Van der Elst, C. *Industry - specificities and Size of Corporations: Determinantes of Ownership structures*, Utrecht University, Utrecht, 2004., p. 4 <http://igitur-archive.library.uu.nl/USE/2005-1129-200120/04-19.pdf> (30.09.2012.)

<sup>18</sup> Berle, Adolph A.; Means, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

<sup>19</sup> Видјети: Goergen, M., Renneboog, L. *Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK*. European Corporate Governance Network, 1999, p. 3. <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=3807> (30.09.2012.)

<sup>20</sup> Видјети: 1. Stapledon, G. *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford: Clarendon Press, London, 1996. год; 2. Goergen, M.; Renneboog, L. *Ownership and control : A European Perspective*. European Corporate Governance Network, 1999, p. 3.

<sup>21</sup> Видјети: Barca, F., Becht, M., *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

Истраживање које је вршено 1999-2001. године и које је обухватило шест европских земаља (Белгију, Француску, Њемачку, Италију, Шпанију и Велику Британију), получило је следеће резултате:

- У Италији и Француској више од 50% компанија имају контролног акционара<sup>22</sup>;
- Шпанија је једина европска земља која у више од 10% корпорација има контролне акционаре који посједују мање од 10% акција са правом гласа;
- У Великој Британији скоро свака четврта компанија нема контролног акционара, али и у оним компанијама гдје постоји контролни акционар, ти власници посједују између 10% и 25% гласачких права, не више;
- У Белгији, Француској, Њемачкој и Италији у преко 70% компанија контролни акционар посједује преко 25% акција са правом гласа;
- У Великој Британији просјечна концентрација гласачких права по компанији износи око 18,3%, док се тај постотак креће од 37,9% у Шпанији, затим 41,71% у Белгији, 46,13% у Њемачкој, 48,14% у Италији, до 52% у Француској.<sup>23</sup>

Када су у питању земље континенталне Европе, закључује се да је концентрација акција код контролних власника значајна и да по правилу премашује 1/3 укупне гласачке моћи у акционарским друштвима. Велика Британија има разуђену власничку структуру. Слично је и са другим тржишно развијеним земљама које имају англо-саксонски правни оквир, а што ће се додатно потврдити у наставку.

На територији Аустралије и Новог Зеланда обављено је истраживање о 20 највећих акционара у излистаним компанијама у периоду 1999-2009. године. При томе није праћена динамика концентрације власништва, већ је вршено преко 3100 опсервација, те су резултати представљени за све опсервације сумарно, а не по годинама. Резултати су следећи:

<sup>22</sup> Сматра се да контрола постоји кад акционар посједује, директно или индиректно, више од половине гласачке моћи привредног друштва. Контрола такође постоји и када акционар посједује половину или мање од половине гласачке моћи субјекта у случају да има:

- моћ над више од половине гласачких права на основу споразума с другим улагачима,
- моћ управљања финансијским и пословним политикама субјекта на основу статута или споразума,
- моћ именованја или смјене већине чланова управног одбора или одговарајућег управљачког тијела, или
- моћ усмјеравања већине гласова на састанцима управног одбора или одговарајућег управљачког тијела.

<sup>23</sup> Van der Elst, C. *Industry - specificities and Size of Corporations: Determinantes of Ownership structures*. Utrecht: Utrecht University, 2004, p. 8-11.

Табела 1: Сумарни резултати за 20 највећих акционара, период 1999-2009. године – Аустралија и Нови Зеланд

	ТОП 1	ТОП 5	ТОП 10	ТОП 20
Процент акција у рукама већих акционара	22,45	46,94	56,29	63,21

Извор: Brown, P., Sargent, E. The *Top 20 Shareholders*: paper presented in Annual Conference of Accounting and finance association of Australia and New Zeland, 4-6 July 2010, Christchurch, New Zeland

Из претходне табеле се може закључити да је власништво у компанијама које су излистане на тржиштима капитала у Аустралији и Новом Зеланду више дисперзовано од земаља Западне Европе. Када су кључне одлуке у питању, за одлучивање о њима у просјеку је потребна сагласност скоро десет првих акционара, што ипак није значајан број.

Када су у питању Сједињене Америчке Државе, у научним круговима дуго је владало мишљење да је власништво у америчким компанијама које су излистане на берзи широко дисперзовано. Ово мишљење се, дакако, заснивало на резултатима које су получила истраживања, која су на ову тему рађена на територији САД-а, а нека од њих су и поменута (Berle and Means, LLSV и сл.). Међутим, 2007. године је обављено истраживање гдје је основна идеја била да се поново испита концентрација власништва у америчким компанијама и да се потврди или сруши мит о широко дисперзованом власништву. Ово истраживање, под називом „Мит о распршеном власништву у Сједињеним Државама” радио је Clifford G. Holderness<sup>24</sup> 2007. године и дошао је до интересантних закључака. Према његовом истраживању „...96% испитаних предузећа има власнике који у својим рукама држе минимално 5% акција (тзв. блок-холдери). Три пута више предузећа има већинске блок-холдере него што их нема блок-холдере уопште. Блок-холдери у просјеку посједују 39% акција предузећа. Иако је однос између величине компаније и концентрације власништва инверзан, ипак је уочен неочекивано висок степен концентрације и у великим предузећима. Чак 89% њих има блок-холдере.”<sup>25</sup>

На основу новијих истраживања и онога што се раније презентовало у научној литератури о концентрацији власништва у Сједињеним Америчким Државама, може се закључити да се у задњим декадама двадесетог вијека степен концентрације власништва у компанијама чије је сједиште на простору највеће економије свијета, значајно повећао и тај тренд је настављен и даље. Успоредбом са другим тржишним, економијама по нивоу концентрације власништва Сједињене Америчке Државе се налазе између,

<sup>24</sup> Holderness, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. Oxford University Press on behalf of The Society for the Financial Studies, 2007.

<https://www2.bc.edu/~holderne/MythofDiffuseOwnershipRFS.pdf> (10.10.2012.)

<sup>25</sup> *Ibid*, стр. 1378.

с једне стране земаља у којима је владиштво широко дисперзовано и с друге стране земаља у којима постоји изразито висок степен концентрације.<sup>26</sup>

#### 4. Концентрација власништва у земљама у транзицији

Поред развијених тржишних економија и њихових искустава са концентрацијом капитала, интересантно је сагледати и искуства земаља које су прошле кроз процес транзиције.

Процес приватизације у постсоцијалистичким земљама одвијао се по три основна модела и њиховом комбинацијом. Модел продаје државног капитала заинтересованим инвеститорима био је преовладавајући у Мађарској, Пољској и Естонији. Приватизација путем бесплатне подјеле ваучера преовладала је у моделима којег су прихватиле Чешка, Словачка, Русија, Летонија, Словенија, Јерменија, Казахстан, Киргизија, па и Босна и Херцеговина, односно Република Српска и Федерација БиХ. Акционарство запослених у значајној мјери је прихваћено као облик приватизације државних предузећа у Македонији, Словенији, Србији и Хрватској. Већина држава је прихватила мјешовити модел, па се и у Републици Српској поред подјеле ваучера одређени постотак државног капитала продавао методом лицитације, преговарачким поступком стратешким инвеститорима или на берзи. Продаја малих предузећа<sup>27</sup> обављена је лицитацијом, без могућности уписа ваучерава. Начин приватизације је дјелимично утицао и на процес концентрације власништва у приватизованим привредним друштвима. У земљама гдје је доминантан модел био продаја државног капитала, сам поступак продаје је у многоме определијелио издвајање већинских власника. Масовна приватизација (путем ваучера и акционарства запослених) утицала је на велику диверзификацију власништва, па је и процес концентрације имао други ток.

У наставку ће се приказати ток концентрације капитала у привредним друштвима у неким од транзицијских земаља Средње и Источне Европе, те Кине.

Једно од истраживања које је вршено на територији Јерменије 2004. године, обухватило је 150 јерменских компанија у периоду 2001-2002. године. Резултати су потврдили тезу једног ранијег истраживања из 1998. године, а то је да је концентрација власништва у јерменским компанијама изразито висока, чак највиша у односу на остале земље које су прошле процес транзиције.<sup>28</sup>

<sup>26</sup> *Ibid*, стр. 1379.

<sup>27</sup> То су предузећа чији је капитал на дан 30.06.1998. године био до 300.000 КМ.

<sup>28</sup> Gevorgyan, R., Melikyan, N. *The Effect of Ownership Type and Concentration on Performance of Joint Stock Companies in Armenia*. Aremnian International Policy Research Group, wp no. 04/06, januar 2004. <http://www.aiprg.net/UserFiles/File/wp/jan2004/6.pdf> (12.10.2012.)

Као и претходно поменуто и истраживање које је вршено на територији Кине, за циљ је имало да испита концентрацију власништва и њену повезаност са перформансама компанија. Ово истраживање је рађено 2010. године, а обухватило је 374 компаније у периоду 2002-2007. године. Резултати истраживања показују да проценат власништва у посматраним компанијама, излистаним на кинеским берзама који се налази у рукама највећег акционара, изразито висок. Наиме, у компанијама које су се налазиле у стадијуму раста овај проценат је у просјеку износио 44,63%, у компанијама које су се налазиле у стадијуму зрелости проценат је био нешто нижи и износио је 41,12%, а у компанијама које су се налазиле у фази пада износио је 41,91%. Оно што је интересантно у структури власништва у поменутим компанијама јесте чињеница да проценат власништва који се налази у рукама првих десет акционара није знатно већи од процента акција које се налазе у рукама првог. Наиме, у компанијама које се налазе у фази раста просјечан проценат власништва у рукама првих десет акционара је 59,71%, што значи да се свега 15,08% акција налази у рукама преосталих девет од десет највећих акционара. У компанијама у фази зрелости десет највећих акционара у просјеку држи 58,67%, док је тај проценат у компанијама које се налазе у фази опадања 57,60%.<sup>29</sup>

Истраживањем,<sup>30</sup> које је за предмет интересовања имало концентрацију власништва у пољским и чешким компанијама, доказано је да је степен концентрације власништва и у једним и у другим висок. Истраживањем су обухваћене 652 чешке компаније, у којима је праћено кретање концентрације власништва у периоду 1996-1999. године. Резултати су дати у следећој табели:

Табела 2: Просјечно проценат власништва у просјеку највећег акционара у масовно приватизованим компанијама - Чешка Република

	1996.	1997.	1998.	1999.
Процент акција у рукама највећег акционара - просјек	38,8%	42,8%	48,6%	51,9%

Извор: Grosfeld, I., Hashi, I. *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and Czech Republic*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, Vol. 15, No. 4, juli 2007, str. 524.

На територији Пољске је испитано 512 компанија у периоду 1996-2000. године. Такође, посматран је удио у власништву највећег акционара у масовно приватизованим компанијама ове земље. Резултати су приказани у табели 3.

<sup>29</sup> Cao, Yu. *Ownership concentration, ownership control and enterprise performance: Based on the perspective of enterprise life cycle*. African Journal of Bussines Management, vol 4(11), septembar 2010.

<sup>30</sup> Grosfeld, I., Hashi, I. *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and Czech Republic*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, Vol. 15, No. 4, juli 2007.

**Табела 3:** *Просјечно њроцентуално власништво у њосједу највећег акционара у масовно ѡривајизованим компанијама - Пољска*

	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.
Процент акција у рукама највећег акционара - просјек	33,9%	36,7%	42,1%	47,7%	50,3%

Извор: Grosfeld, I., Hashi, I. *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and Czech Republic*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, Vol. 15, No. 4, juli 2007, str. 524.

Истраживање које је вршено на територији Републике Хрватске такође показује висок степен концентрације власништва у излистаним компанијама. Резултати истраживања су приказани у наредној табели:

**Табела 4:** *Удјели највећих акционара у нефинанцијским акционарским друштвима - Хрвајска*

	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Број предузећа	141	138	143	147	147	146	147	146	144
A1	42,17	44,45	46,79	46,97	48,72	50,97	51,51	50,75	50,81
A2	17,06	15,20	14,59	12,78	13,13	12,66	12,33	12,46	12,36
A3	8,27	7,90	7,30	7,04	6,93	6,74	6,25	6,54	6,53
A4	4,71	4,93	4,45	4,32	4,14	3,73	3,51	3,81	3,91
A5	2,73	2,61	3,06	2,69	2,38	2,29	2,31	2,32	2,37
A6	1,63	1,84	1,91	1,60	1,54	1,61	1,67	1,66	1,76
A7	1,11	1,30	1,26	1,08	1,00	1,07	1,23	1,29	1,35
A8	0,85	1,03	0,94	0,77	0,75	0,78	0,92	1,02	1,09
A9	0,67	0,68	0,61	0,58	0,62	0,65	0,75	0,82	0,82
A10	0,55	0,53	0,50	0,48	0,51	0,54	0,62	0,66	0,68
Укупан удјел десет највећих акцион.	79,75	80,47	81,42	78,31	79,73	81,05	81,10	81,34	81,70

Извор: Типурић, Д. *Механизми корпоративног ујрављања*. Свеучилиште у Загребу, Економски факултет; 2010, стр. 17: <http://web.efzg.hr/dok/OIM/dhruska/3%20-%20Mehanizmi%20korporativnog%20upravljanja.pdf> ( 23.08.2012.)

Из претходне табеле је видљиво да је степен концентрације власништва и у хрватским акционарским друштвима висок, те се из године у годину повећава. У узорку који је посматран у 2005. години, највећи акционари (A1) су у просјеку имали већинско власништво над акцијама са правом гласа (50,97 %).

Из примјера земаља које су извршиле власничку трансформацију државних предузећа или је тај процес при завршетку, могуће је закључити да је концентрација власништва у акционарским друштвима у тим земљама текао убрзано, тако да су неке земље по степену концентрације у многоме надмашиле и традиционалне развијене тржишне економије Европе, Сјеверне Америке и Аустралије.

## 5. Концентрација власништва у Републици Српској

Република Српска, као један од ентитета Босне и Херцеговине, крајем прошлог и почетком овог вијека је пролазила кроз период транзиције. Међутим, за разлику од других бивших социјалистичких земаља, процес транзиције код нас је услиједио након окончања грађанског рата. Велики број предузећа која су прије рата врло успјешно пословала на простору Републике Српске и при томе запошљавала и по неколико хиљада радника, усљед ратних дејстава обуставила су пословање или се оно одвијало са минималним искориштењем инсталисаних капацитета. Самим тим, процес приватизације у оваквим околностима је био специфичан, јер поред свих радњи које је требало предузети и завршити, било је потребно покренути потпуно уништена економију и привреду.

Поставља се питање: Шта се десило са предузећима у Републици Српској која су приватизована у периоду 1999-2000 и касније? Колики је ниво концентрације власништва у тим предузећима и са којим циљевима/ мотивима је он у корелацији? Да ли приватизована предузећа још увијек послују?

### 5.1. Концентрација власништва за сва акционарска друштва уврштена на берзанско тржиште

Да би се добио одговор на ова питања, прво је било потребно посматрати кретање нивоа концентрације власништва у предузећима која су излистана на берзанском тржишту Републике Српске у одређеном временском периоду. Потом је било неопходно извршити провјеру података о томе да ли је и за колико предузећа било одобрених и објављених јавних позива за преузимање у складу са Законом<sup>31</sup>, а затим видјети да ли предузећа која су преузета још увијек послују.

Иако су прве акције на берзанску котацију уврштене 11.05.2004. а пословање на берзи отпочело 11.07.2004.<sup>32</sup>, информације о удјелима у власништву првих десет акционара су се почеле објављивати тек од 11.01.2006, што представља полазни датум за ово истраживање. Посљедњи подаци о првих десет акционара у компанијама које су излистане на берзи узети су са даном 06.12.2012. године. У свим годинама између 2006. и 2012. узимани су последњи подаци за ту годину, а према званичној евиденцији ЦРХОВ РС.

У наредној табели је дат приказ просјечног власништва првог, прва три и првих десет акционара у посматраном периоду, заједно са укупним бро-

<sup>31</sup> Закон о преузимању акционарских друштава („Службени гласник Републике Српске”, 65/08) – видјети и фусноту 39.

<sup>32</sup> У прво вријеме куповина и продаја ХОВ на берзи се обављала два дана у седмици, док се данас трговање врши свих пет радних дана, од понедељка до петка. (Видјети: <http://www.blberza.com/v2/Pages/docview.aspx?page=sp6>)

јем предузећа по појединим годинама. Тај број предузећа за сваку посматрану годину представља уједно и читаву популацију, дакле, истраживање није вршено на узорку.

Табела 5: Удјели у власништву највећих акционара у излистаним компанијама у Републици Српској

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Број предузећа	800	881	912	911	913	899	865
Први акционар	39,19	43,76	45,86	47,13	48,27	50,27	51,68
Прва три акционара	64,38	68,12	69,59	70,65	71,53	72,90	74,20
Првих десет акционара	79,98	82,86	83,79	84,39	84,91	85,61	86,52

Извор: ЦРХОВ РС

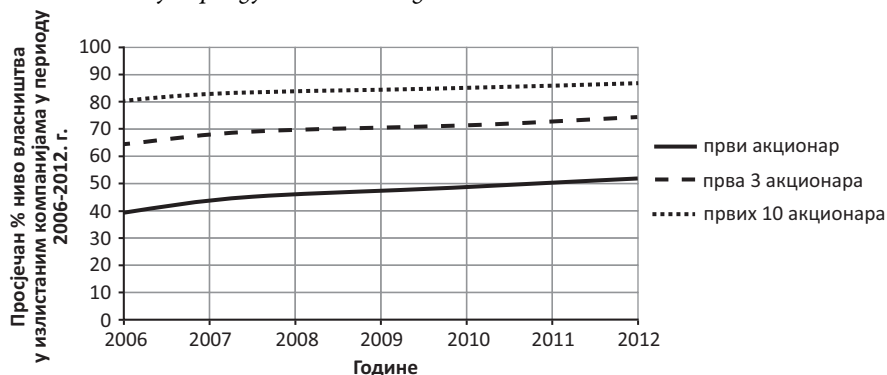
У процес приватизације у Републици Српској средином 1998. године ушло је око 1200 предузећа, од којих је 110 приватизовано комерцијалном методом - лицитацијом без ваучер понуде, јер је вриједност капитала на дан 30.06.1998. године у тим предузећима била испод 300.000 КМ. Комбинованом методом путем ваучера који су подијељени становништву и лицитацијом преосталог државног капитала приватизовано је 1.081 предузеће<sup>33</sup>. У посматраном периоду (2006-2012) број емитената чије су акције котирале на берзи 2010. године достигао је 913 акционарских друштава, из чега се закључује да је највећи број приватизованих предузећа стекао услове за уврштавање на тржиште капитала. Међутим, од краја 2010. године, број излистаних предузећа се смањује и то убрзаним темпом. Тако у 2011. тај број се смањује за 1,5 %, док у 2012. број излистаних друштава је био мањи за 5,3 %. Како се смањује број котирајућих предузећа, тако се повећава ниво концентрације власништва. У 2006. години, првих 10 акционара је држало скоро 80 % власничких права, док 2012. године тај постотак је виши за 6,6%. Међутим, најзначајније укрупњавање власништва биљеже први акционари. Тако се њихово учешће у власништву са 39,2 % у 2006. години повећало за 12,5 постотних поена и достигло 51,7 % у 2012. години.

Кретање нивоа концентрације власништва у излистаним предузећима у РС у посматраном периоду приказује се у сљедећем графикону. Најинтензивнији раст има линија која приказује темпо пораста учешћа првог акционара у укупним власничким правима.

<sup>33</sup> Извор података: <http://www.irbrs.net/PrivatizacijaRezultatiDB.aspx?tab=1&lang=lat>, (16.12.2012.)



**Графикон 1:** Крећење нивоа власништва у излистаним компанијама у РС у периоду 2006-2012. год.



Izvor: ЦРХОВ РС

У табели број 5 је процентуално представљено кретање нивоа власништва у свим компанијама које су биле излистане на берзи у посматраним годинама. Подаци укључују и она привредна друштва у којима је 100% акција било у рукама само једног власника: било да је ријеч о држави, физичком или правном лицу. Број друштава са једним власником константно расте, што је приказано и наредној табели:

**Табела 6:** Број друштава у власништву само једној лица

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Број друштава са само једним власником	12	30	37	39	50	69	76

Извор: ЦРХОВ РС

### 5.1. Концентрација власништва без података о друштвима у власништву само једног лица и државе као власника

Када се жели испитати да ли заиста постоји укрупњавање власништва, онда из анализе треба искључити компаније у којима је 100% власник само један акционар, јер се у њима не може очекивати укрупњавање власништва, а, с друге стране, могу утицати на поузданост осталих података приликом рачунања просјека.

У наредној табели је дат приказ кретања нивоа концентрације власништва у посматраном периоду 2006-2012. године за излистане компаније на берзи у РС, уз искључење компанија које се налазе у 100% власништву једног лица.

Табела 7: Удјели у власништву највећих акционара у излистаним компанијама у РС уз искључење компанија које имају само једног власника

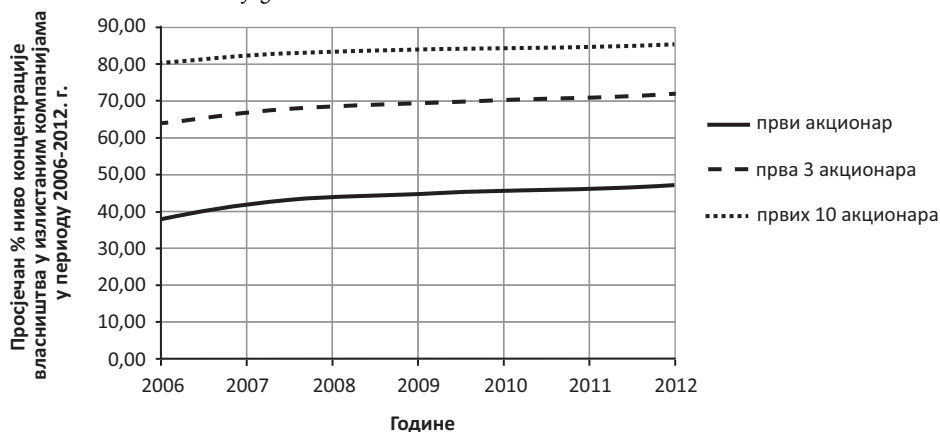
	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Број предузећа без предузећа са само једним власником	788	851	875	872	863	830	789
Први акционар	38,27	41,78	43,57	44,76	45,27	46,14	47,02
Прва три акционара	63,84	67,00	68,31	69,33	69,88	70,65	71,71
Првих десет акционара	79,68	82,25	83,10	83,69	84,04	84,41	85,22

Извор: ЦРХОВ РС

Када се искључе компаније које имају само једног власника, концентрација власништва за првих 10 акционара се смањује, тако да је за 2012. годину умјесто 86,5%, тај постотак 85,2%. За првог акционара смањење просјечне концентрације је знатно веће, што се могло и очекивати, тако да умјесто 51,7%, искључењем поменутих друштава, тај постотак је за 2012. годину био 47,0 %.

Кретање нивоа концентрације власништва које је нумерички приказано у претходној табели, илустративно је приказано сљедећим графиком.

Графикон 2: Кретање нивоа концентрације власништва у излистаним компанијама у РС у периоду 2006-2012. уз искључење компанија са само једним власником



Извор: ЦРХОВ РС

Иако је масовна приватизација државних предузећа у Републици Српској давно завршена, ипак нису продате све акције које се налазе у државном власништву. У појединим компанијама које су излистане на берзанском тржишту Републике Српске, као уписани власник над одређеним дијелом или над 100% акција се појављују „Државни капитал” и „Акцијски фонд РС”.

„Акцијски фонд Републике Српске” ад Бања Лука (АФРС) основан је Законом о Акцијском фонду Републике Српске, а оснивач је Република Српска. У свом портфељу Фонд има акције и удјеле, као и државни капитал у предузећима која се до дана ступања на снагу Закона о приватизацији државног капитала у предузећима<sup>34</sup> нису конституисала у складу са Законом о предузећима, односно Законом о јавним предузећима.

Фонд има својство правног лица, уписан је у судски регистар као акционарско друштво са сједиштем у Бањој Луци, а Фондом управља Инвестиционо - развојна банка РС.<sup>35</sup>

Концепција управљања активом која се налази у Акцијском фонду подразумева управљање портфељом хартија од вриједности у циљу очувања и повећања њихове реалне вриједности.

Средства Фонда се могу улагати у:

- хартије од вриједности БиХ, РС, Фонда за развој и запошљавање, Фонда становања РС, јединица локалне самоуправе у РС;
- корпоративне обвезнице емитената из РС;
- акције емитената из РС;
- акције предузећа из РС у поступку реструктурисања, ако се на тај начин обезбјеђује рјешавање повезаних социјалних и других проблема.

Евидентно је да циљ Акцијског фонда није стицање или окрупњавање власништва у било ком предузећу ради посједовања контролног пакета акција, уз помоћ којег би се доносиле стратешке одлуке везане за максимизирање добити, освајање нових тржишта и сл. Циљ стицања или посједовања акција било ког предузећа од стране Акцијског фонда је повезан са економском политиком, другим јавним циљевима и развојним плановима Републике Српске. Управљање портфељом Акцијског фонда требало би бити у функцији виших циљева, а на основу стратегије развоја коју утврђује Влада. Самим тим, не може се очекивати да ће се Акцијски фонд на берзанском тржишту понашати на исти начин или тежити истим циљевима као и други учесници - физичка и правна лица, која послују искључиво у сопственом, а не јавном интересу.

У прилог претходним констатацијама говоре и подаци приказани у наредној табели и графикону, који се односе на кретање броја компанија и просјечног удјела Државе и Акцијског фонда заједно у тим компанијама у посматраном периоду 2006-2012. године.

<sup>34</sup> Први Закон о приватизацији државног капитала у предузећима објављен је 1998. године („Службени гласник РС”, 24/9862/02, 38/03, 65/03 и 109/05), док је други донесен 2006. године („Службени гласник РС”, 51/06, 1/07, 53/07, 41/08).

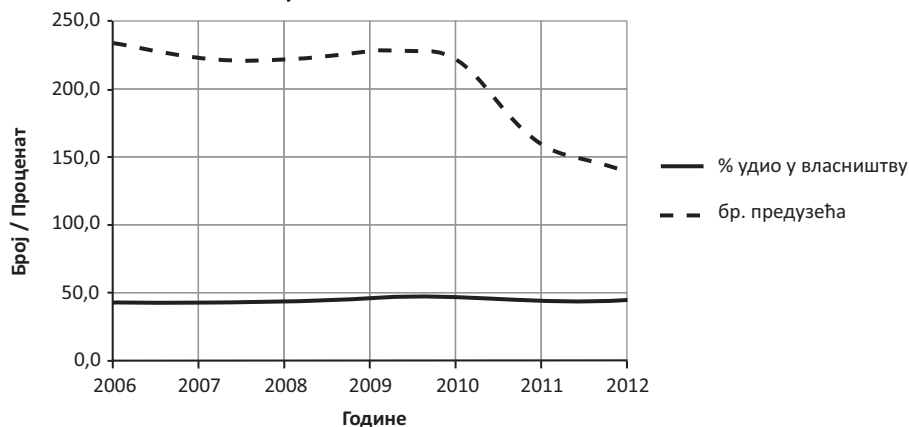
<sup>35</sup> <http://www.irbrs.org/azuro3/a3/?id=43>, (13.12.2012.)

**Табела 8:** Број предузећа у власништву Државе и Акцијској фонду и просјечан удио у власништву у периоду 2006-2012. године

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Број предузећа	233	222	221	228	225	158	139
Просјечан удио у власништву	41,96	41,49	43,43	46,00	46,99	42,98	44,1

Извор: ЦРХОВ РС

Из података приказаних у табели видљиво је значајно смањење броја привредних друштава у којима Република Српска, односно Фонд имају акције. Такође, од 2010. године смањује се и постотак просјечног учешћа у капиталу тих друштава, тако да је крајем 2011. приближно 43%. Увећање просјечних удјела према подацима на дан 06.12.2012. године у односу на крај 2011. године може се објаснити продајом акција у друштвима (укупно је продато учешће у 19 компанија) гдје је Фонд посједовао исподпросјечно учешће, тј. учешће које је испод 43 %.

**Графикон 3:** Број предузећа у власништву Државе и Акцијској фонду РС у посматраном периоду 2006-2012. године и просјечан удио у власништву

Извор: ЦРХОВ РС

Из разлога који су описани, било је потребно искључити из анализе и удио у власништву који припада државном капиталу и Акцијском фонду РС, како би се испитало кретање нивоа концентрације власништва у излестаним компанијама у РС, што је нумерички приказано табели 9, а илустративно је дато графиконом 4.

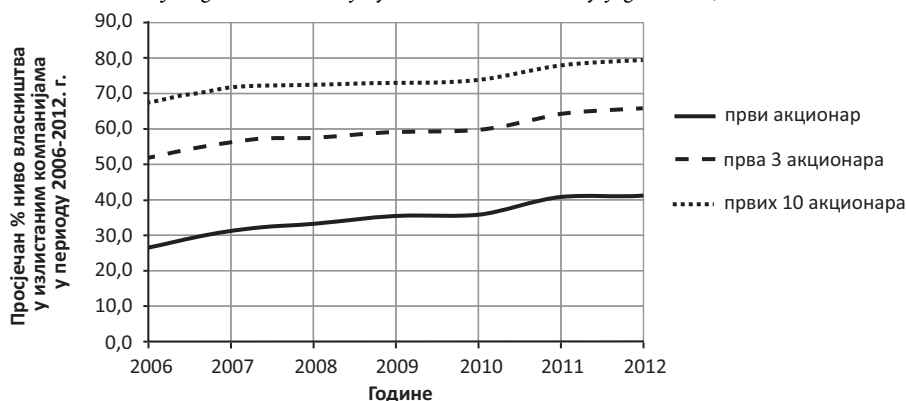
**Табела 9:** Удјели власништва у излистаним компанијама у РС уз искључење компанија у 100% власништву једног лица, те уз искључење акција у власништву РС и Акцијског фонда

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Број предузећа без предузећа у власништву само једног лица, државног капитала и Акцијског фонда	788	851	875	872	863	830	789
Први акционар	26,11	31,43	32,83	35,35	35,73	40,60	40,88
Прва три акционара	51,69	56,65	57,57	58,91	59,29	64,11	65,57
Првих десет акционара	67,52	71,90	72,36	73,26	73,44	77,86	79,08

Извор: ЦРХОВ РС

Када се из разматрања изузму друштва која су у власништву једног лица, те се као акционари који имају стратешки циљ повећање учешћа и концентracију власништва елиминише и држава, долази се до податка да првих 10 акционара посједују 79,1% акција, а када није извршено искључење како је описано, тај постотак на крају 2012. је био 86,5%. Када је први акционар у питању, посматрајући сва акционарска друштва, постотак концентracије на крају 2012. године је 51,7%, док је послије корекције популације посматраних акционарских друштава тај постотак значајно мањи, 40,9%. Успоредјујући ове податке са степеном концентracије у транзицијским земљама које су значајно одмакле у трансформацији својих привреда, може се закључити да процес концентracије власништва у акционарским друштвима у Републици Српској није завршен. Међутим, темпо концентracије ће се вјероватно нешто успоравати, на што поред осталог утиче и економска криза у којој се Босна и Херцеговина и Република Српска налазе већ више година.

**Графикон 4:** Крећање нивоа власништва у излистаним компанијама у РС у периоду 2006-2012, уз искључење акција у власништву РС, Акцијског фонда и компанија у 100% власништву једног лица



Извор: ЦРХОВ РС

## 6. Преузимање акционарских друштава у Републици Српској

Укрупњавању капитала и повећању нивоа концентрације власништва у акционарским друштвима у Републици Српској доприноси и одредбе Закона о преузимању акционарских друштава. Слични законски оквири постоје и у свијету<sup>36</sup>. Наведени Закон регулише услове, начине, поступке, мониторинг, те права и обавезе учесника у процесу преузимања акционарских друштава. Уколико неко физичко или правно лице индиректним или директним путем стекне 25% гласачких права, дужно је о томе обавијестити надлежне институције и објавити понуду за преузимање.<sup>37</sup> У тој понуди лице наводи, између осталог, и цијену по којој је спремно откупити акције од других власника. Уколико неком од постојећих власника буду одговарали услови понуде, продаће своје акције понудиоцу, чиме се власништво у друштву понудиоца аутоматски увећава, а укупан број власника обично смањује. Уколико неко лице, правно или физичко, путем понуде за преузимање стекне мање од 75% гласачких права (дакле, одговарајући број акција од укупног броја акција са правом гласа, које му обезбјеђују 75% гласачких права), а настави и даље да стиче акције истог емитента, дужно је да објави понуду за преузимање.<sup>38</sup> Напослијетку, према члану 18., став 1. Закона о преузимању акционарских друштава („Службени гласник РС”, бр. 65/08 и 92/09) „У случају да укупан број гласова који дају депоноване акције, заједно с укупним бројем гласова с којима понудилац и лица која с њим заједнички дјелују већ располажу, прелази 95 % од укупног броја гласова које дају акције емитента с правом гласа,

<sup>36</sup> Први Закон о преузимању акционарских друштава у Републици Српској примјењује се од 2002. године, а иновирани је усвојен 2008. године. Законом из 2002. и у сада важећем из 2008. године одређено је да лице које непосредно или посредно путем заједничког дјеловања стекне акције емитента којима, заједно с акцијама које већ има, прелази проценат од 25 % од укупног броја гласова које дају акције емитента с правом гласа, обавезно је да о стицању одмах обавијести емитента, Комисију за хартије од вриједности Републике Српске, берзу и јавност, те објави понуду за преузимање, под условима и на начин одређен законом. Идентичан је контролни праг за обавезу објављивања понуде за преузимање и у законодавству Србије (видјети одредбе члана 6. Став 2. Закона о преузимању акционарских друштава („Службени гласник Републике Србије”, бр. 46/06 и 107/09), као и у законодавству Хрватске (видјети члан став 1. 9. Закона о преузимању дионичких друштава „Народне новине” бр. Пречишћени текст 109/07, 36/09 и 108/12). У Шпанији контролни праг је 25 %, у Уједињеном Краљевству, СР Њемачкој и Аустрији 30 %, у Француској 33,3 %, а у Шведској 40 %. У прописима САД нема постотка који је одређен као гранично учешће у капиталу акционарских друштава који би обавезивао власнике на објаву намјере преузимања. (Извори података: Службена гласила Републике Српске, Србије, Хрватске, те веб страница: [http://www.ibanet.org/LPD/Financial\\_Services\\_Section/Securities\\_Law\\_Committee/Takeover\\_Guides.aspx](http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/Takeover_Guides.aspx), (30.12.2012.)

<sup>37</sup> Члан 4., став 1. Закона о преузимању акционарских друштава Републике Српске („Службени гласник Републике Српске”, 65/08 и 92/09)

<sup>38</sup> Члан 4., став 2. Закона о преузимању акционарских друштава Републике Српске („Службени гласник Републике Српске”, 65/08 и 92/09)

понудилац има право на пренос и преосталих акција које нису депоноване у року важења понуде за преузимање (принудна продаја у поступку преузимања).” Ово се у професији популарно зове „squeeze out” или „истискивање”, што означава истискивање мањинских акционара, који посједују мање од 5% гласачких права над неким емитентом. Међутим, Законом о привредним друштвима<sup>39</sup>, скупштина акционара друштва може, на приједлог акционара који посједује акције друштва које представљају најмање 90% основног капитала друштва, донијети одлуку о преносу акција осталих акционара на контролног акционара, уз плаћање примјерене новчане накнаде. Како контролни акционар већ има довољно гласачких права да донесе било коју одлуку која се тиче друштва, јасно је да је доношење „одлуке о преносу акција осталих акционара на контролног акционара” тек формалност. Овим је праг „истискивања” у односу на Закон о преузимању акционарских друштава смањен, чиме су дјеломично дерогирана изворна права мањинских акционара за рачун лица која желе потпуну контролу над друштвом.

Према подацима преузетим из званичне евиденције Централног регистра ХОВ РС, до краја трећег квартала 2012. године извршена су укупно 263 преузимања.<sup>40</sup> Од укупног боја предузећа која су преузета, 24 се налазе у стечају, над 11 предузећа је окончан поступак стечаја, а чак 80 предузећа се не бави основном дјелатношћу због које су основани, што је видљиво из њихових финансијских извјештаја - првенствено биланса успјеха, на основу структуре пословних прихода. Наиме, у структури пословних прихода значајно преовладавају основни пословни приходи, или чак чине једину ставку пословних прихода, или друштво уопште није остварило пословни приход у претходном периоду<sup>41</sup>.

Табела 10: Структура акционарских друштава над којима је завршен процес преузимања

Број предузећа у стечају	Број предузећа над којима је окончан поступак стечаја	Број предузећа која се не баве основном дјелатношћу	Број предузећа која су након преузимања наставила редовно пословање	Укупан број завршених преузимања (1+2+3+4)
1	2	3	4	5
24	11	80	148	263
9,13%	4,18%	30,42%	56,27%	100%

Извор: ЦРХОВ РС

<sup>39</sup> Члан 438. Закона о привредним друштвима („Службени гласник Републике Српске”, 127/08 58/09 и 100/10)

<sup>40</sup> Централни регистар ЗХОВ, [http://www.crhovrs.org/index.php?option=com\\_content&view=category&layout=blog&id=43&Itemid=24&lang=sr](http://www.crhovrs.org/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=43&Itemid=24&lang=sr), (14.12.2012.)

<sup>41</sup> Информације добијене анализом података и финансијских извјештаја објављених на официјелној интернет презентацији Бањалучке берзе, <http://www.blberza.com/v2/Pages/Default.aspx> (26.10.2012.)

Претпоставка да циљ концентрације није увијек пословна дјелатност, њено развијање и наставак пословања показују подаци који се односе на друштва гдје је окончано преузимање. Приближно код 1/3 посматраних друштава коначни циљ осигурања потпуне контроле над акционарским друштвом били су други мотиви. Обично је то пословна или имовина коју друштво има у својој активи или нека споредна дјелатност за коју се оцијени да има тржишну вриједност. Предмет концентрације су најчешће била друштва која су у градским срединама имала непокретности на атрактивним локацијама, а то су најчешће бивша велика трговачка, угоститељска и услужна предузећа, као и производне фирме које су имале значајне површине градског грађевинског земљишта. За многе фирме чија је књиговодствена вриједност урушена због нагомиланих неизмирених обавеза према добављачима, кредиторима, буџетима државе, ентитета и локалне заједнице, јавним фондовима и запосленима, једино што је преостало јесте стечај и ликвидација. Тако је, према подацима Бањалучке берзе, до краја октобра 2012. године, стечај отворен над 172 акционарска друштва<sup>42</sup>. У неким друштвима која су у стечају као врло значајни повјериоци се појављују повезана правна лица, обично под непосредном или посредном контролом неког од значајнијих акционара. На овај начин се и у поступку стечаја настоји прибавити дио имовине друштва, иако су права када су акције у питању – изгубљена.

Као један од начина на који је вршена концентрација капитала била је конверзија потраживања у акцијски капитал. Међутим, Законом о тржишту хартија од вриједности<sup>43</sup> из 2006. године таква могућност, која се често и злоупотребљавала, јесте ограничена тако да емитент са јавно емитованим акцијама, којима се организовано тргује на берзи или другом уређеном јавном тржишту може да емитује акције конверзијом потраживања у улог само када је то другим законом посебно прописано. То се предвиђало у случају реорганизације стечајног дужника у поступку стечаја или у поступку реструктурисања приликом припреме предузећа за приватизацију, те у случају конверзије потраживања Републике Српске по основу неуплаћених пореза и доприноса. Измјенама и допунама Закона о привредним друштвима, које се примјењују од средине октобра 2011. године, допуштена је конверзија потраживања у капитал, али само до висине ½ капитала који друштво има на дан доношења одлуке о новој емисији акција по том осно-

<sup>42</sup> Извор података: <http://www.blberza.com/v2/Pages/SecurityList.aspx?search=u%20ste%C4%8Daju> (26.10.2012.)

<sup>43</sup> Закон о тржишту хартија од вриједности („Службени гласник Републике Српске”, 92/06, 34/09 и 30/12)



ву<sup>44</sup>. Овим се поново отвара могућност значајног утицаја на структуру власништва акција у привредним друштвима, било од значајних повјерилаца или од акционара који дјелују кроз повезана лица.

## Закључак

На основу представљених нумеричких података и графичких илустрација јасно се види да је у акционарским друштвима чије су ХОВ излистане на берзанској котаџији у Републици Српској изражен висок степен концентрације власништва и да се концентрација из године у годину повећава. Чак и након искључења компанија које се налазе у 100% власништву једног лица, висок ниво концентрације власништва се и даље одржава и показује растући тренд. Ово искључење је извршено, како би се добили објективнији подаци, јер су управо те компаније које се налазе у власништву једног лица, подизале процентуални просјек нивоа власништва. Са друге стране, било је потребно искључити и акције које се налазе у власништву Државе и Акцијског фонда Републике Српске, јер како је описано, они немају дугорочне циљеве везане за укрупњавање власништва, нити наступају на финансијском тржишту као остали учесници - искључиво у сопственом интересу, већ су њихови циљеви подређени вишим економским, привредним и развојним циљевима саме Државе. Штавише, број предузећа у којима се појављује државни капитал или капитал Акцијског фонда РС временом опада, а исто тако опада и просјечно процентуално власништво у тим предузећима. Дакле, из презентованих података добијених током обављеног истраживања, закључује се да се Република Српска сврстава у групу земаља у којима је власништво над излистаним компанијама концентрисано.

Укрупњавање власништва и преузимање предузећа је обично повезано са мотивима какви су: максимизирање добити у дугом року, освајање нових тржишта, остваривање контроле ради управљања предузећем и његовог дугорочног развоја и сл. Ови мотиви нису нешто што је понудила теорија, већ је резултат праксе и вишегодишњих и многобројних научних истраживања у овој области широм свијета. Да би се дошло до оваквих закључака, било је потребно пратити „судбину” предузећа која су преузета. То је учињено и у овом истраживању и показало се да значајан број предузећа која су преузета или више уопште не постоје, или су у процесу стечаја или се више не баве дјелатношћу због које су основани. Свега 56,27% предузећа и даље послује и бави се основном дјелатношћу, што је мало више од полови-

<sup>44</sup> Члан 228. став 7: „Ако се повећање основног капитала затвореног акционарског друштва врши конверзијом потраживања у улог, основни капитал може се повећати до половине основног капитала друштва, који је уписан у судски регистар у тренутку доношења одлуке скупштине акционара.”

не предузећа која су преузета у периоду 2006-2012. године. При томе не треба губити из вида да већина тих предузећа, која су постала акционарским друштвима у процесу приватизације, обично посједује велику и вриједну имовину у виду земљишта и некретнина, који су врло често били и једини мотив за концентрацију и објављивање преузимања одређеног привредних друштва.

На процес концентрације капитала у акционарским друштвима, када се посматра ближа будућност и домаћи инвеститори, највећи утицај ће имати опште привредне прилике у Републици Српској, те начин и брзина изласка из кризе. Ако се желе привући страни инвеститори, за њихово привлачење је примарно да се суштински утиче на смањење политичког, финансијског и пословног ризика. Промјена укупног пословног амбијента најбољи је начин да се не само концентрација капитала већ и остале инвестиције усмјеравају ка реалном сектору и пословним циљевима који укључују развојне пројекте и инвестирање за будућност. Тиме ће се умањити мотивисаност власника капитала да инвестирају у краткорочне пројекте са циљем куповине и брзе продаје привредног друштва, што се код нас своди на продају ставки активе. На овај начин ће се умањити и број ликвидација које су подстакнуте намјером да се имовина друштва прода и уновчи.

## Литература

1. Barca, F., Becht, M. *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2001.
2. Berle, Adolph A., Means, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
3. Машић, Б., Лончаревић Р. *Менаџмент - школе и нови њприсџуи*. Бања Лука: Економски факултет, 2004.
4. Микеревић, Д. *Финансијски менаџмент*. Бања Лука: Економски факултет, 2006.
5. Микеревић, Д. *Страрџеишки финансијски менаџмент*. Бања Лука: Економски факултет, 2005.
6. Minberg H., Olstrad, B., Lampel, Dž. *Strateški safari*, Novi Sad: Prometej, 2004.
7. Орсаг, С., Гулин, Д. *Пословне комбинације*. Загреб: Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, 1997.
8. Stapledon, G.. *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press, 1996.
9. Тодоровић, Ј. *Страрџеишки и оџераџивни менаџмент*. Београд: Contiz, 2003.

10. Ђировић, М. *Фузије и аквизиције*. Нови Сад: Прометеј, 2004.
11. Чампа, М.: *Societas Europea (SE) као њравно системски њогстиицај ѓлобализацији*. Економске теме. Година XLII, бр. 5, 2005.
12. Berle, Adolph A., Means, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932.
13. Bethel, J. E., Liebeskind, J. P., Opler, T. *Block Share Purchases and Corporate Performance*. *The Journal of Finance*, 1998.
14. Brown, P., Sargent, E. *The Top 20 Shareholders*. Paper presented in Annual Conference of Accounting and finance assotiation of Australia and New Zealand, 4-6 July 2010.
15. Van der Elst, C. *Industry - specificities and Size of Corporations: Determinantes of Ownership structures*. Utrecht: Utrecht University, 2004.
16. Gevorgyan, R., Melikyan, N.; *The Effect of Ownership Type and Concentration on Performance of Joint Stock Companies in Armenia*. Aremnian International Policy Research Group, wp no. 04/06, januar 2004.
17. Goergen, M., Renneboog, L. *Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK*, European Corporate Governance Network, 1999.
18. Grosfeld, I., Hashi, I. *Changes in Ownership Concentration in Mass Privatised Firms: evidence from Poland and Czech Republic*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, Vol. 15, No. 4, juli 2007.
19. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. *Legal Determinants of External Finance*. *Journal of Finance*, 1997.
20. Савовић, С. *Концентracија власништва као инѓерни механизам корѓоративне конѓроле*. Економске теме. Ниш: Економски факултет у Нишу, 2008.
21. Holderness, Clifford G. *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*. Oxford University Press on behalf of The Society for the Financial Studies, 2007.
22. Cao, Yu. *Ownership concentration, ownership control and enterprise performance: Based on the perspective of enterprise life cycle*. *African Journal of Bussines Management*, vol 4(11), septembar 2010.

Закони и ѓодзаконска акѓа:

1. Закон о преузимању акционарских друштава („Службени гласник Републике Српске”, бр. 65/08 и 92/09)
2. Закон о приватизацији државног капитала у предузећима („Службени гласник РС”, бр. 24/9862/02, 38/03, 65/03 и 109/05)) – ван снаге
3. Закон о приватизацији државног капитала у предузећима („Службени гласник РС”, бр.51/06, 1/07, 53/07, 41/08)

4. Закон о привредним друштвима („Службени гласник Републике Српске”, бр. 127/08 58/09 и 100/10)
5. Закон о тржишту хартија од вриједности („Службени гласник Републике Српске”, бр. 92/06, 34/09 и 30/12)

Ињернеј извори:

1. <http://www.blberza.com/v2/Pages/docview.aspx?page=sp6>
2. <http://www.irbrs.net/PrivatizacijaRezultatiDB.aspx?tab=1&lang=lat>
3. [http://www.ibanet.org/LPD/Financial\\_Services\\_Section/Securities\\_Law\\_Committee/TakeoverGuides.aspx](http://www.ibanet.org/LPD/Financial_Services_Section/Securities_Law_Committee/TakeoverGuides.aspx)
4. <http://www.crhovrs.org/>
5. <http://lexicon.ft.com/Term?term=ownership-concentration>

Јелена Теших<sup>1</sup>

## Отвореност и конкурентност малих транзиционих привреда

### Openness to trade and competitiveness of small transitional economies

#### Резиме

Утицај отворености на укупни економски раст и развој, те на конкурентности у глобалним оквирима изузетно је занимљиво истражање за анализу са још увијек нејасним закључцима. Посебно је значајно истражање отворености у случају малих земаља које су по својој природи „осушене” на већу отвореност. Предмет овог рада јесте анализа односа између отворености као спољној трговини и конкурентности на узорку од 23 мале и транзиционе привреде. Циљ истраживања јесте да се на бази квантитативних показатеља покуша докучити каква је природа ове везе, те да се истражи да ли постоји разлика између односа извоза и конкурентности и односа увоза и конкурентности и каква је природа ових веза. Резултати истраживања упућују на закључак да је једна од кључних користи од оријентације као споља (енгл: *out-ward orientation*) истизање конкурентности на глобалном нивоу, али да је за мале привреде изузетно дијно разграниченим поковне спољне трговине на увозне и извозне када се посматра степен њихове отворености. Нарочито је значајно то да се конкурентност на узорку малих транзиционих привреда, које су анализирани у овом раду, уствари своди на онај првобитни концепт конкурентности који сагледава извозне перформансе земаља (дје веће учешће извоза, а нарочито извоза индустријских добара (добара више фазе прераде) означава и већу конкурентност.

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитет у Бањој Луци [jelena.tesic@efbl.org](mailto:jelena.tesic@efbl.org)

**Кључне ријечи:** *ошвореност ка ирјовини, увоз, извоз, конкуренћност, мале иривреде.*

## Summary

*Impact of openness to trade on overall economic growth/development and competitiveness is highly debatable subject amongst the economists with still unclear conclusions. The question of openness is particularly important in the case of small countries which tend to be more open and which are „doomed” to greater openness. The subject of this paper is to analyze the relationship between openness to foreign trade and competitiveness on a sample of 23 small and transitional economies. The aim of the research is to discern what kind of relationship between these two variables exists, and to investigate whether there is a difference between the ratio of export and the ratio of import and competitiveness. The results of our study suggest that one of the key benefits of outward orientation is better competitiveness on a global scale, and that is extremely important to differentiate between flows of foreign trade (export and import) especially when analyzing the openness of small countries. It is also important to conclude that the concept of competitiveness for the small transitional economies analyzed in this paper is actually compatible with the initial concept of competitiveness which looks at the export performance of countries where higher share of exports of industrial goods, or goods in higher processing phase means greater competitiveness.*

**Keywords:** *openness to trade, import, export, competitiveness, small economies.*

## 1. Увод

Савремена економска теорија међународне трговине генерално тврди да земље имају корист од међународне трговине и то кроз специјализацију и размјену у оној производњи у којој земља има компаративне предности<sup>2</sup>. Специјализација омогућује боље искоришћавање економије обима што је нарочито битно за мање земље. Међународна трговина служи и као дифузиони механизам путем којег се преносе савремене технологије и знање као изузетно битан неопипљиви ресурс у савременим условима. Ипак, утицај и ефекти међународне трговине и спољнотрговинске политике на укупан економски раст и развој је широко расправљано питање међу економистима са још увек нејасним закључцима.

<sup>2</sup> Савремена теорија међународне трговине базирана је на основним постулатима економског либерализма још од времена Смита и Рикарда (енгл: *Smith* и *Ricardo*), класичара који су се залагали за либерализам у међународној трговини јер су у својим теоријама показали да слободна (или слободнија) међународна трговина користи свим странама (нацијама) у трговини.

Док већина истраживача подупиरे идеје економског либерализма, као теоријски савршеног и необоривог економског концепта, понекад је лако пронаћи довољно емпиријског оправдања за протекционизам<sup>3</sup>. Ако погледамо стање свјетске привреде и појединачних земаља у њој, можемо закључити да од међународне трговине не профитирају све земље подједнако, па је логично да протекционистичке политике у таквим условима лако проналазе погодно тле. Протекционизам је у развијеним земљама резултат политичког изборног процеса, односно практикује се као резултат лобирања одређених интересних група. У контексту земаља у развоју, истраживања су генерално афирмативнија у правцу либерализације и политика отворености. Овакве ставове доктринарно и без задршке прописују и водеће свјетске финансијске институције као што су Свјетска банка и Међународни монетарни фонд, који своју финансијску помоћ неријетко условљавају брзом либерализацијом спољнотрговинског режима (Baldwin, 2006).

С обзиром на углавном пропале стратегије супституције увоза и напретка који је забиљежен у већини земаља оријентисаних ка спољашњем окружењу (енгл: *out-ward oriented economies*) постојећа истраживања наводе да постоји позитивна и јака веза између извоза и економског раста и развоја (Balassa, 1985; Ram, 1985; Anwer, Samphat, 1997; Ekanayake 1999; Haddad, Shepherd, 2011). Истраживачи вјерују да такве политике теже да убрзају процес извлачења из сиромаштва у заосталим привредама (Daitoh, 2008), те да привреде које форсирају рестриктивне политике у међународној трговини заостају и суочавају се са ниским стандардом, те спорим опоравком и растом (Sachs, Warner, 1995; Krueger, 1998; Dollar, Kraay, 2001; Krugman, Obstfeld, 2009; Kee et al, 2008). Ипак, растући је број истраживача који сумња у конзистентност позитивне везе међународне трговине и економског раста/развоја (Rodriguez, Rodrik, 2001; Baldwin, 2003; Rodrik *et. al.*, 2002; Rodrik, 2006; Rodriguez, 2006a; 2006b), и то углавном као резултат недостатка концептуалне дефиниције отворености и њеног мјерења (Baldwin (2003). Додатно, висок рацио отворености ка трговини, тј. висока интегрисаност у свјетску привреду имплицира растући осјећај несигурности и осјетљивости на спољне шокове (Montalbano et al, 2005). Истраживања у посљедњој кризи сугеришу да су високо отворене привреде (мале и транзиционе) изложеније спољним шоковима (Koppel, Worz, 2010).

Ипак, отвореност може бити корисна и са аспекта остварења *конкурентности* на глобалном тржишту што је у фокусу овог рада. Веза између отворености и економског раста и развоја је доста истражено питање у економској теорији и пракси (иако са још увек недореченим резултатима) док

<sup>3</sup> Протекционизам представља сваку радњу извршне власти, тј. владе усмјерену ка наметању ограничења у трговини робом и услугама између земаље и других земаља што подразумева примјену различитих баријера у спољној трговини

је питање везе између отворености и конкурентности у мањој мјери било у фокусу истраживача. Иако је концепт конкурентности на макроекономском плану широко кориштен појам у научној литератури, као и код појма отворености, постоји проблем дефинисања и мјерења ове величине, на шта се укратко реферише у раду. Мјера конкурентности националних привреда која се користи у овом раду базирана је на Глобалном извјештају о конкурентности (енгл: *Global Competitiveness Report*) коју издаје Свјетски економски форум (енгл: *World Economic Forum*), док се као мјера отворености користи степен учешћа токова спољне трговине у бруто домаћем производу.

Узорак на којем се испитује веза отворености и конкурентности чине 23 мале и отворене привреде у транзицији. Ових 23 привреда налазе се на подручју Централне Европе, Балтика, Југоисточне Европе и Закавказја. На овом узорку испитаће се веза између отворености, односно оријентације ка споља (енгл: *out-ward orientation*) и нивоа конкурентности које земље постижу у глобалним оквирима гдје се посебна анализа односи на разграничење токова спољне трговине са аспекта увоза и са аспекта извоза и њихова веза са глобалном конкурентношћу земаља. Проблем у овом раду односи се на питање: *Каква је природа везе између отворености мјерене на различитим начине и нивоа конкурентности земаља у нашем узорку? У циљу давања одговора на постављено питање тестира се следећа хипотеза: Отвореност ка спољној трговини је позитивно корелисана са нивоом конкурентности, те постоји значајна разлика између токова увоза и извоза и њихове појединачне везе са нивоом конкурентности.* Резултати наших истраживања упућују на закључак да је једна од кључних користи од оријентације ка споља (односно отворености ка спољној трговини) постизање конкурентности на глобалном нивоу, али да је у том контексту за мале привреде, које су на неки начин начин „осуђене” на већу отвореност, изузетно битно разграничити токове спољне трговине на увозне и извозне када се посматра степен њихове отворености.

## 2. Преглед литературе

Веза између економског раста и развоја и отворености је значајно дискутабилно питање међу економистима. Недоречена веза између ових категорија је често повезана са неконзистентним приступом мјерења отворености земаља. У основи постоје двије врсте мјера отворености неке земље:

1. мјера отворености ка токовима спољне трговине, и
2. мјера отворености њеног спољнотрговинског режима.

Најосновнија мјера отворености која у обзир узима *токове* спољне трговине јесте учешће суме извоза и увоза у бруто домаћем производу, док се



као мјера отворености која у обзир узима степена либерализованости или рестриктивности спољнотрговинског режима не издваја нека општеприхваћена мјера<sup>4</sup>. У фокусу овог рада јесте отвореност земаља мјерена токовима спољне трговине.

## 2.1. Отвореност ка трговини и економски раст и развој

Већина истраживања приказаних у Harrison (1995) идентификовала су позитивну корелацију између отворености и раста. Користећи обиме и вриједности спољне трговине земаља у циљу мјерења отворености, Yanikkaа (2003) закључује да мјере као што су учешће спољне трговине, учешће извоза и учешће увоза у БДП-у имају позитивну и јаку корелациону везу са економским растом. Према моделу развијеном у свом раду Edwards (1991) такође проналази да земље либерализацијом и већим укључивањем у токове свјетске трговине биљеже бржи економски раст.

Док се већина емпиријских студија усмјерила на везу између отворености и раста, Frankel и Romer (1999) су истраживали везу између отворености и прихода, тј. животног стандарда становништва. У својој анализи, аутори су показали да је утицај трговине на стандард живота значајан јер пораст учешћа спољне трговине у БДП-у за 1% доприноси расту животног стандарда између 0,5 и 2% (Frankel, Romero, 1999: стр. 380). На бази методологије развијене у Frankel и Romero (1999), Irwin и Tervio (2000) су потврдили њихове закључке напомињући да је утицај отворености на животни стандард можда и већи. Irwin и Tervio (2000) процењујући претходна истраживања закључују да метод најмањих квадрата (енгл: *Optimum Least*

<sup>4</sup> Ово из разлога што у савременим условима постоји велики број нецаринских баријера чије је ефекте тешко квантификирати. Идеална мјера отворености спољнотрговинског режима био би индекс који би сагледао све баријере које ограничавају међународну трговину, тј. и царине и нецаринске баријере (Yanikkaа, 2003: р. 59). Због постојања великог броја, често невидљивих нецаринских баријера, које у савременим условима након мултилатералног снижавања царина на глобалном плану, представљају основни инструмент заштите, те из разлога недостатка адекватне мјере ефеката нецаринских баријера, истраживачи користе различите, често неадекватне проксије (енгл: *proxies*) отворености (односно, рестриктивности) спољнотрговинског режима. Кориштење царинских еквивалената нецаринских баријера је често, али је проблем покрити све постојеће нецаринске баријере (према последним процјенама УНКТАД-а више од 100 врста). Најсвеобухватнија база података о нецаринским баријерама је УНКТАД-ов Информациони систем за анализу трговине (енгл: *United Nations Conference for Trade and Development - UNCTAD's Trade Analysis and Information System - TRAINS database*) који се води у кооперацији са другим међународним организацијама (Свјетском трговинском организацијом, Свјетском банком, Међународним трговинским центром). УНКТАД-ова најновија класификација нецаринских баријера укључује 16 поглавља или група сортираних алфабетски од А до Р. За више информација погледати на званичном сајту УНКТАД-а о нецаринским баријерама: <http://ntb.unctad.org/about.aspx> и <http://wits.worldbank.org/wits/>

Square-OLS), који користи већина истраживача, потцењује праве и позитивне ефекте трговине на приход становништва.

Иако се већина литературе фокусира на везу између трговине и економског раста, емпиријска истраживања су фокусирана на везу између извоза и раста (Levine, Renelt, 1992). Основна претпоставка хипотезе извозне стратегије (енгл: *export-led growth hypothesis-ELGH*) тврди да је усмјерење ка извозу и његово ширење једна од главних одредница дугорочног раста. Земље Југоисточне Азије су добар примјер—Хонг Конг, Тајван, Јужна Кореја и Сингапур или тзв. „Четири тигра”, су остваривали константно висок раст од раних 60-их година 20. вијека као резултат изградње тржишне привреде и оријентације ка споља (Medina-Smith, 2001; World Bank, 1993). Ово је потврђено у бројним емпиријским студијама (Balassa, 1985; Ram, 1985; Sengupta 1991; Van den Berg, Schmidt, 1994; Sinha, Sinha, 1996; Anwer, Samphat, 1997; Ekanayake 1999; Haddad, Shepherd, 2011), иако неке концептуалне недоумице остају<sup>5</sup>.

Други талас студија трудећи се да преиспита „општенародну мудрост” примјенио је нову методологију фокусирајући се на специфичности сваке појединачне земље. Како Medina-Smith (2001) закључује, више од половине студија објављених у 1990-им није пронашла дугорочну везу између извоза и економског раста. Јапан је примјер гдје су унутрашње снаге биле главни разлог јапанског привредног чуда у 20. вијеку (Boltho, 1996). Сличне закључке износи и Jin (1995) у контексту Четири тигра, док и даље постоје аутори који подржавају хипотезу извозно индукованог раста у случају Четири тигра (Tang, Lai, 2011).

## 2.2. Отвореност малих земаља

У контексту проблема истраживања генерално мало је истраживања посвећено малим привредама<sup>6</sup>. Уврежено је мишљење да мале земље имају скромну ресурсну базу због чега су зависне од спољне трговине и спољних ресурса. Често је извоз сконцентрисан у неколико сектора, те су стога овакве земље више изложене спољним шоковима. Ипак, постоје неке друге предности малих земаља од којих би оне могле профитирати. .

Како Bräutigam и Woolcock тврде (2001: стр. 3) „мале земље су флексибилније и могу се брже прилагодити брзим промјенама у спољњем окружењу”. Постављајући питање „да ли је мало лијепо”?, Streeten (1993) проналази

<sup>5</sup> За критички пресјек емпиријских студија о извозно оријентисаним стратегијама погледајте у Medina-Smith (2001) гдје аутор образлаже основне резултате 42 истраживања од којих скоро половина њих не потврђује у потпуности да је раст резултат исључиво извозне оријентације.

<sup>6</sup> Дефинисање шта је то мала привреда биће приказано у следећем дијелу рада.

да мале земље расту брже и имају вишу продуктивност од великих земаља. Његови закључци потврђени су у Easterly и Kraay (1999) који су показали да мале земље имају виши бруто домаћи производ по глави становника као резултат више продуктивности.

Ипак, бројна истраживања потврђују и бројне недостатке малих земаља, као што је колебљивост (енгл: *volatility*) прихода која настаје као резултат веће отворености на коју су мале земље „осуђене”. Easterly и Kraay (1999) су показали да, иако су мале земље генерално богатије од великих, оне пате од веће волатилности стопа раста од великих земаља. Ова карактеристика је потврђена и у Bräutigam и Woolcock (2001). Други истраживачи (Jansen, 2004) су доказали да мале земље из разлога веће отворености имају нестабилне стопе раста док та нестабилност има јаке негативне ефекте на дугорочни раст (Ramey, Ramey, 1995; Easterly, Kraay, 1999), али је нестабилност само дијелом резултат отворености. Како аутор наводи (Jansen, 2004: стр. 4) „извозна концентрација је основни узрок колебљивости и овакве земље треба да усмјере своје политике у циљу остваривања извозне диверзификације”. Оваква препорука даје се и у Haddad и остали (2010).

### 2.3. Отвореност и конкурентност

Појам конкурентности као и многи други појмови у економској теорији и пракси није попримио своју општеприхваћену дефиницију. Још је проблематичније питање начина мјерења ове величине. Иако нагласак у овом раду није у дефинисању конкурентности (нити отворености гдје такође постоје опречна мишљења шта је отвореност и како се она мјери) укратко ћемо представити неке кључне одреднице појма конкурентности.

Прије свега, појам конкурентности може се посматрати са микро и макро аспекта. Макро конкурентност односи се на конкурентност националних привреда у односу на друге националне привреде, док се појам микро конкурентности односи на пословање предузећа неке привреде у односу на пословање страних предузећа (Бјелић, 2008: 83). Наравно да конкурентност неке националне привреде (дакле, макроконкурентност) произилази управо из конкурентности предузећа која припадају тој привреде, што је један од основних ставова Мајкла Портера (енгл: *Michael Porter*) који је један од идејних твораца појма конкурентности у оном облику у којем га данас познајемо. Уствари је Портер мишљења да се конкурентност може посматрати само на нивоу предузећа сматрајући да је чак бесмислено овај концепт преносити на ниво националних привреда. Овај аутор појам конкурентности већује искључиво за појам продуктивности и дефинише макроконкурентност као способност националне привреде да остварује високу текућу продуктивност (Бјелић, 2008: 85).

Још неки познати аутори у области економске теорије, као што је нобеловац Пол Кругман (енгл: *Paul Krugman*) сматрају да је бесмислено говорити о концепту конкурентности на мако нивоу. Овај аутор у једном од својих радова истиче да је „опсједнутост конкурентношћу ризична и опасна” (Krugman, 1994). Према њему, државе се не такмиче на тржишту на начин како то чине предузећа и постоје три основна ризика која произилазе из ове ове опсједнутости: прво, у циљу побољшања конкурентности влада може да расипнички троши новац, друго, постоји ризик од увођења протекционистичких мјера и трговинског рата, и треће, последичан резултат може бити комбинација лоших економских политика по неким важним питањима (Krugman, 1994: 41).

Упркос овим ставовима, појам макроконкурентности од средине 20. вијека добија све више на значају када се појављују и ранг-листе земаља према конкурентности националних привреда. Прво се ова листа објављивала заједнички од стране Свјетског економског форума и Међународног института за развој менаџмента (енгл: *International Institute for Management Development - IMD*) у публикацији под називом Глобални извјештај о конкурентности да би од средине 90-их година 20. вијека ове двије институције почеле да објављују одвојене извјештаје о макроконкурентности (Ковачевић, 2010: 7).

Многи аутори су у почетку повезивали конкурентност националних привреда са њиховом способношћу да остварују позитиван трговински биланс што није исправно. Како је то добро објашњено, овај начин дефинисања конкурентности није адекватан јер чак и неке сиромашне нације могу да имају суфицит у трговинским односима, а сигурно је да не могу да се сматрају конкурентним. Како наводи професор Ковачевић, а према извјештају Комисије за конкурентност САД из 1985. године „Конкурентност не може бити дефинисана као способност националне привреде да постиже позитиван спољнотрговински биланс, јер и неке врло сиромашне земље су у стању да то постигну” (Ковачевић, 2010: 6). Дефиниција Скота и Лоџа (енгл: *Schott и Lodge*) има слично усмјерење јер каже да је конкурентност „способност земље да најрационалније упусти ресурсе у складу са међународном специјализацијом и трговином, тако да то у крајњој инстанци доведе до раста реалног дохотка и животног стандарда, али засновано на реалним категоријама, а не на задуживању у иностранству” (Ковачевић, 2010: 6 према Schott, Lodge, 1985: 15). Један од ових аутора дефинише конкурентност као „способност земље да произведе, дистрибуира и сервисира добра у међународним оквирима у конкуренцији са добрима и услугама из других земаља, али на начин који обезбјеђује раст животног стандарда” (Ковачевић, 2010: 6 према Schott, 1985). Ове двије дефиниције имплицирају да је конкурентност

само одраз извозних способности неке земље, на шта су у неким дефиницијама конкурентности упућивали и стручњаци УНКТАД-а (Бјелић, 2008: 84). Сличну основу за дефинисање макроконкурентности налази и Кругман у једном заједничком раду са другим ауторима, гдје се конкурентност дефинише као „способност да се трговинки биланс одржи у равнотежи уз одговарајуће стопе раста животног стандарда” (Бјелић, 2008: 84 према Natsopoulos et al, 1988: 110)<sup>7</sup>.

Савремене дефиниције конкурентности отишле су даље од посматрања увозно-извозних карактеристика и способности земаља. У фокусу је тзв. структурна конкурентност, односно сагледава се цјелокупно привредно окружење као платформа која треба да обезбједи основу за развој успешног пословања. Најчешће кориштени подаци о макроконкурентности националних привреда заснивају се на публикацијама двије поменуте институције: Свјетског економског форума и Међународног института за развој менаџмента, па се и њихове дефиниције конкурентности најчешће цитирају. Међународни институт за развој менаџмента дефинише конкурентност као „способност националне привереде да произведе новостворену вриједност и повећа национално благостање” (IMD, ). Свјетски економски форум је у почетку своју дефиницију заснивао на дефиницији коју су предложили Сакс и Варнер (енгл: *Sachs* и *Warner*) са Харвардске пословне школе која каже да је конкурентност „способност да се остварује динамичан привредни раст у дугом року” (према Ковачевић, 2010: 8). Данашња дефиниција конкурентности коју користи Свјетски економски форум дефинише конкурентност као „скуп институција, политика и фактора који одређују ниво продуктивности земље” (WEO, 2012: 4)<sup>8</sup>.

Осим питања дефинисања конкурентности још је теже питање мјерења ове категорије. Све мјере конкурентности могли бисмо сврстати у двије групе:

1. параметре засноване на посматрању извозног профила земље и
2. индексни параметри.

Ова подјела произилази управо из еволуције схватања појма конкурентности гдје се у почетку конкурентност исључиво везивала за извозну способност неке земље док се данас посматра много већи број параметара који заправо одређују конкурентност (индексни параметри).

Прва група параметара укључује параметре попут показатеља откривених компаративних предности, метод константног тржишног учешћа,

<sup>7</sup> Поред Natsopoulosa аутор рада у којем је дата ова дефиниција је и Пол Кругман. Видјели смо да је неколико година касније Кругман одбацио потребу да се појам макроконкурентности уопште анализира.

<sup>8</sup> Из ове дефиниције можемо закључити да је управо Мајкл Портер њен идејни творац.

националне извозне перформансе<sup>9</sup>, итд., док су у другој групи најпознатији индекс којег публикује Међународни институт за развој менаџмента у свом Годишњаку свјетске конкурентности (енгл: *The World Competitiveness Yearbook*) и индекс Свјетског економског форума под називом Глобални индекс конкурентности (енгл: *Global Competitiveness Index - GCI*).

У циљу сагледавања конкурентности националних привреда и њеног односа са отвореношћу у овом раду служићемо се Глобалним индексом конкурентности (GCI) који је, иако често критикован због начина на који се прикупљају подаци за израду овог индекса, ипак често кориштен индекс на чије резултате се ослањају многи истраживачи у економији и пракси<sup>10</sup>.

Када је ријеч о односу отворености као најосновније мјере укључености у свјетске привредне токове и конкурентности, генерално је мало истраживања посвећено овој теми. Можда управо стога што је концепт отворености земаља исцрпно сагледаван из угла утицаја на економски раст и развој. За економски раст и развој могли бисмо рећи да су само симптом или последица конкурентности у оном облику како се данас схвата овај појам, дакле као скуп многобројних фактора, а не само извозних перформанси земље. С друге стране, концепт отворености можемо посматрати са аспекта укупне спољне трговине једне земље и њеног учешћа у бруто домаћем производу, или са аспекта појединачних токова, дакле извозних и увозних токова, па би посматрање са аспекта извозних токова уствари значило сагледавање конкурентности у оном њеном почетном смислу.

Треба још нагласити да концепт отворености ка токовима спољне трговине (енгл: *openness to trade*), који се користи у овом раду, не подразумијева нити изблиза укупну интегрисаност неке земље у свјетску привреду. Са аспекта свјетске привреде, постоје и друге мјере које би требало укључити ако би се хтјела сагледати укупна интегрисаност у свјетске привредне токове (кретање капитала, мобилност радне снаге, ниво баријера у спољној трговини и токовима капитала, итд.)<sup>11</sup>. Ово наглашавамо јер је уобичајено

<sup>9</sup> За детаљније објашњење параметара који сагледавају извозне перформансе земаља у контексту мјерења конкурентности, погледати у Бјелић (2008, 2011).

<sup>10</sup> У овом раду нећемо се бавити методологијом израде овог индекса јер сматрамо да се ради о општем знању с обзиром на често кориштење индекса чак и од стране шире јавности, а не само оне научне и стручне. За детаље о најновијој методологији израде индекса, начину и изворима прикупљања података, груписању земаља у групе и подгрупе, стубовима на којима се заснива индекс, варијаблама које се користе у његовом израчунавању, итд. погледати у последњем извјештају Свјетског економског форума, Глобални индекс конкурентности: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2012-13.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2012-13.pdf) (приступ, децембар 2012).

<sup>11</sup> Отвореност ка токовима спољне трговине још мање може да означи интегрисаност неке земље у укупно свјетско окружење ако посматрамо и друге аспекте друштва (социолошке, политичке, технолошке, итд.). За мјерење интегрисаности земаља у укупно свјетско окружење данас постоје тзв. *индекси глобализованости* који осим економске димензије посматрају

да је коефицијент отворености (учешће спољне трговине у бруто домаћем производу) за мале земље виши у односу на велике земље.

У овом раду узорак земља чине мале земље, на довољно сличном степену развоја, које су прошле или још увијек пролазе процес транзиције, дакле земље сличних привредних и друштвених карактеристика. Речено је да се као мјера отворености користи учешће спољнотрговинских токова у бруто домаћем производу, а управо ћемо на разграничење токова спољне трговине на увозне и извозне дати посебан нагасак када се посматра отвореност ка токовима спољне трговине неке земље у контексту глобалне конкурентности. Резултати анализе на оваквом узорку земаља показале заправо колико концепт конкурентности уствари и даље одражава извозне перформансе земаља.

### 3. Дефинисање узорака и начина анализе

Узорак на којем се тестира постављена хипотеза укључује 23 мале транзиционе привреде. Узорак је базиран на земљама које су укључене у Транзициони извештај Европске банке за обнову и развој (енгл: European Bank for Transition and Development, EBRD's *Transition Report*), а додате су и неке земље Европске уније, углавном тзв. нове чланице као што су Чешка, Кипар и Малта које нису укључене у Транзициони извештај и не сматрају се више транзиционим земљама. Из анализе смо искључили Турску и Русију јер према нашој дефиницији мале земље представљају велике земље, као и земље Централне Азије (Казахстан, Туркменистан, итд.) из разлога њихових специфичних карактеристика у поређењу са европским и земљама Закавказја.

Узорак укључује земље подјељене у три географска подручја: Централна Европа и Балтик, Југоисточна Европа и Закавказје. Ове земље су: Албанија, Јерменија, Азербејџан, Босна и Херцеговина, Бугарска, Кипар, Хрватска, Чешка, Грузија, Естонија, Летонија, Литванија, Пољска, Румунија, Малта, Мађарска, Македонија, Молдавија, Црна Гора, Србија, Словачка, Словенија и Украјина. Из узорка је искључена Белорусија јер је транзиција из централно-планске привреде ка тржишној привреди због политичких прилика у тој земљи или успорена или потпуно стопирана у зависности који сегмент транзиције се посматра. Према дефиницији Међународног монетарног фонда неке од ових земаља спадају у развијене земље (Чешка, Кипар, Словенија и Словачка) али већина спада у земље у успону и развоју (енгл: *emerging and developing economies*).

---

и ону социолошку, политичку, технолошку, еколошку и друге димензије. За детаљан преглед начина мјерења глобализованости и рангираност земаља према овим индексима, те анализу компоненти неких од индекса глобализованости погледати у Tesic (2012).

Према Дирдорфовом рјечнику међународне трговине (енгл: *Deardorff's Glossary of International Economics*) малом земљом се сматра она земља која „је довољно мала у поређењу са свјетским тржиштем на којем учествује тако да њене политике и акције не утичу на свјетске цисене и приходе. Земља дакле не утиче и прихвата свјетске цијене (енгл: *price taker*)”<sup>12</sup>. У дефинисању мале земље у овом раду тежили смо и некој прецизнијој дефиницији тако да су мале земље оне чије учешће у свјетском увозу и извозу појединачно не прелази 1%. Иако би се рецимо за Пољску могло рећи да је „велика” земља с обзиром на њену популацију и величину, овде је укључена у узорак малих земаља јер својим учешћем у свјетској трговини са испод 1%, генерално не може да утиче на свјетске цијене.

У циљу тестирања везе између отворености и конкурентности, две кључне варијабле наше анализе, примијенили смо метод статистичке корелацију и анализу на бази корелационих коефицијената. Прво смо тестирали однос отворености ка укупној спољној трговини (збира увоза и извоза) и конкурентности, да би смо након тога анализирали однос отворености разложене на страни увоза и на страни извоза и конкурентности. Тестирање су дакле следеће 4 релације:

1. између отворености и конкурентности гдје се као најосновнија мјера отворености користи „интензитет трговине”, тј. учешће збира увоза и извоза у бруто домаћем производу;
2. између учешћа увоза у бруто домаћем производу и конкурентности;
3. између учешћа извоза у бруто домаћем производу и конкурентности;
4. између учешћа извоза индустријских добара (енгл: *manufactures*) у бруто домаћем производу и конкурентности.

Све мјере отворености рачунате су као просјек у четири предкризне године (2005-2008. године)<sup>13</sup>. Подаци о токовима спољне трговине базирани су на статистичкој бази Свјетске трговинске организације (енгл: *World Trade Organization's Statistic Database, Time Series on International Trade*), а подаци о бруто домаћем производу (у циљу израчунавања учешћа спољне трговине, извоза и увоза у бруто домаћем производу) преузети су са статистичке базе Међународног монетарног фонда (енгл: *International Monetary Fund's World Economic Outlook Database*).

<sup>12</sup> Deardorff's Glossary of International Economics, <http://www-personal.umich.edu/~alandear/glossary/s.html> (приступ, децембар 2012)

<sup>13</sup> Предкризни период узет је као референтан јер је свјетска економска криза измијенила токове спољних трговина већине земаља у свијету када су све земље искусиле оштар, дубок и синхронизован пад извоза и увоза. На свјетском нивоу, пад међународне трговине у условима кризе окарактерисан је као „велики колапс међународне трговине” (енгл: *The Great Trade Collapse*). Стога се веза отворености и конкурентности анализира у предкризном периоду јер би се анализом података спољне трговине у годинама кризе могла добити искривљена слика и донијети погрешни закључци.



Као показатељ конкурентности користи се скор постигнут према поменутом Глобалном индексу конкурентности (енгл: *Global Competitiveness Index*) који публикује Свјетски економски форум у извјештају под називом Глобални извјештај о конкурентности (енгл: *World Economic Forum; Global Competitiveness Report*). Вриједност овог индекса креће се од 1 до 7 гдје виши скор означава бољу конкурентност, а нижи лошију. Сумарна табела са свим варијаблама по земљама приказана је испод.

**Табела 1:** Варијабле – Глобални индекс конкурентности, отвореност, увоз у БДП, извоз у БДП и извоз индустријских добара у БДП; просјек у четири претходне године

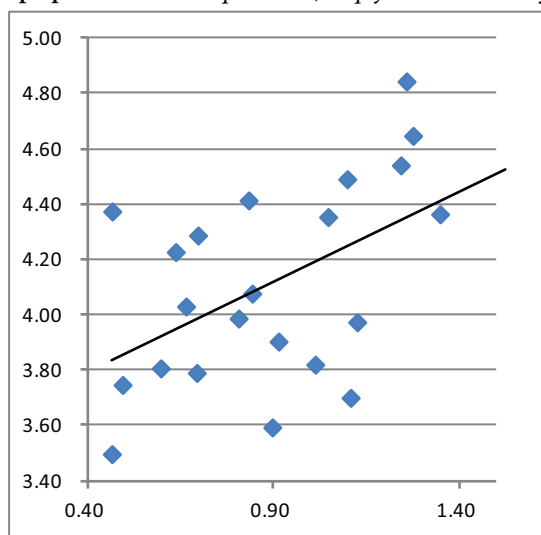
	Земља	GCI просјек 2005-2008	Отвореност (збир увоза и извоза у БДП; просјек 2005-2008)	Увоз у БДП (просјек 2005-2008)	Извоз у БДП (просјек 2005-2008)	Извоз индустријских добара у БДП (просјек 2005-2008)
1	Албанија	3,50	0,46	0,37	0,10	0,07
2	Јерменија	3,75	0,49	0,36	0,13	0,08
3	Азербејџан	4,08	0,84	0,20	0,64	0,02
4	Босна и Херцеговина	3,59	0,90	0,64	0,26	0,15
5	Бугарска	3,97	1,12	0,69	0,43	0,24
6	Хрватска	4,23	0,64	0,43	0,20	0,14
7	Кипар	4,37	0,47	0,39	0,07	0,04
8	Чешка	4,65	1,27	0,63	0,65	0,58
9	Естонија	4,84	1,26	0,72	0,53	0,37
10	Грузија	3,81	0,60	0,47	0,12	0,06
11	Мађарска	4,36	1,35	0,68	0,67	0,57
12	Летонија	4,41	0,83	0,53	0,30	0,19
13	Литванија	4,49	1,10	0,63	0,47	0,27
14	Македонија	3,82	1,01	0,63	0,39	0,29
15	Малта	4,35	1,05	0,63	0,41	0,36
16	Молдавија	3,70	1,11	0,81	0,30	0,15
17	Црна Гора	3,90	0,91	0,73	0,18	0,05
18	Пољска	4,29	0,70	0,38	0,32	0,26
19	Румунија	4,03	0,66	0,41	0,25	0,20
20	Србија	3,79	0,69	0,48	0,22	0,14
21	Словачка	4,47	1,53	0,78	0,74	0,64
22	Словенија	4,54	1,24	0,64	0,60	0,52
23	Украјина	3,99	0,81	0,44	0,37	0,26

Извор: WEO – Global Competitiveness Report (издања од 2005-2008), WTO (Statistics Database: *Time Series on International Trade*), IMF (World Economic Outlook Database) и калкулација аутора

#### 4. Резултати истраживања и анализе

На Графикону 1 приказан је однос између отворености мјерене учешћем увоза и извоза у бруто домаћем производу (x оса) и конкурентности (y оса). Корелациони коефицијент износи **0,54** што значи да постоји средње јака корелациона веза између ове две варијабле и то са позитивним предзнаком, тј. за ове две варијабле можемо рећи да се заједно крећу или да постоји међузависност ових варијабли.

**Графикон 1:** *Отворености (збир увоза и извоза у БДП) и конкурентности*

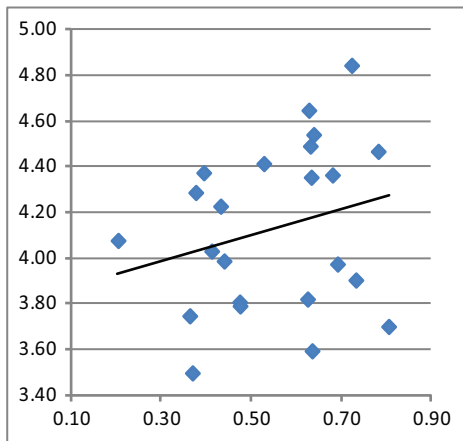


Извор: израда аутора на бази претходне табеле

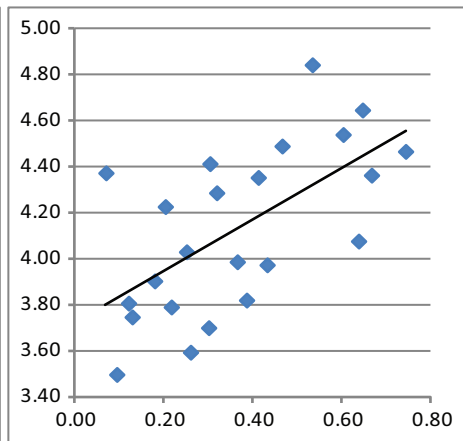
На Графикону 2 (лијево) приказан је однос између отворености мјерене учешћем увоза у бруто домаћем производу (x оса) и конкурентности (y оса). Корелациони коефицијент износи **0,24**. Предзнак испред коефицијента је позитиван, али је његова вриједност знатно нижа од претходног и постоји слаба корелациона веза између ове две варијабле.

На Графикону 3 (десно) приказан је однос између отворености мјерене учешћем извоза у бруто домаћем производу (x оса) и конкурентности (y оса). Корелациони коефицијент износи **0,61**. Предзнак испред коефицијента је позитиван и његова вриједност је знатно виша од претходна два коефицијента, нарочито од корелационог коефицијента који је мјерио однос између учешћа увоза у БДП и конкурентности (0,61 у односу на 0,24). Закључујемо да постоји значајна корелациона веза између учешћа извоза у бруто домаћем производу и конкурентности.

Графикон 2. Учешће увоза у БДП и конкурентност



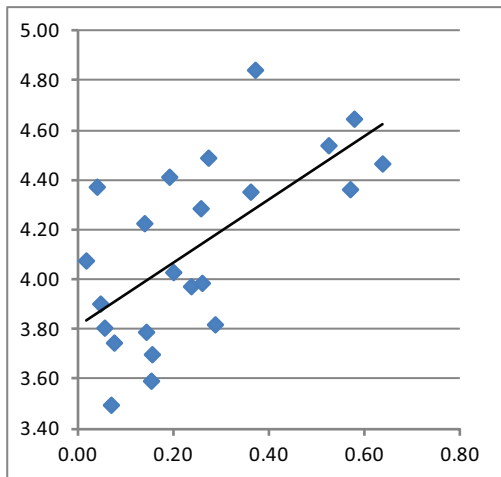
Графикон 3. Учешће извоза у БДП и конкурентност



Извор: израда аутора на бази претходне табеле

На Графикону 4 приказан је однос између отворености мјерене учешћем извоза индустријских добара у бруто домаћем производу (x оса) и конкурентности (y оса). Корелациони коефицијент износи 0,64. Предзнак испред коефицијента је позитиван и његова вриједност је виша од сва три претходна коефицијента. Закључујемо да постоји значајна и јака корелациона веза између учешћа извоза индустријских добара у бруто домаћем производу и конкурентности.

Графикон 4: Учешће извоза индустријских добара у БДП и конкурентност



Извор: израда аутора на бази претходне табеле

У анализи односа између учешћа извоза индустријских добара у БДП и конкурентности ишли смо у нешто дубљу анализу. Из узорка смо искључили земље које због структуре своје привреде имају традиционално ниско учешће извоз индустријских добара као што су Кипар, Хрватска и Црна Гора. То су земље у којима туризам заузима значајно мјесто у структури бруто домаћег производа и извоза. Са искључењем ових земаља битно је нагласити да се вриједност корелационог коефицијента пење на вриједност од чак 0,73! Ако бисмо из узорка искључили и Азербејџан код којег у извозу доминирају горива и руде (енгл: *fuels and minerals*) онда се вриједност корелационог коефицијента између учешћа извоза индустријских добара у БДП и конкурентности пење до 0,76<sup>14</sup>.

## 5. Закључак

Однос између отворености ка трговини и економских перформанси неке земље, иако је широко истраживано питање, остаје и даље изузетно захтјевно и интересантно за даља истраживања.

Наша анализа проблема на узорку од 23 мале привреде у транзицији, које по својој природи теже већој отворености, показала је да постоји значајна позитивна корелациона веза између отворености ка спољној трговини и нивоа њихове конкурентности, али и то да је веза између отворености на страни извоза далеко јача у односу на везу између отворености на страни увоза и конкурентности. Овај закључак сугерише да приликом анализе отворености (енгл: *openness to trade*) треба разликовати извозне и увозне токове, што се често код истраживања не чини. Често се интегрисаност у токове свјетске трговине, нарочито када се анализира отвореност малих земаља, посматра у укупности спољне трговине, дакле и увоза и извоза, што не би требало.

У контексту проблема начина мјерења конкурентности, добијени резултати анализе према којима је учешће извоза (а нарочито извоза индустријских добара) значајно корелирано са нивоом конкурентности, упућује на закључак да су првобитне мјере конкурентности које посматрају извозне перформансе земаља заиста релевантан одраз њихове конкурентности.

<sup>14</sup> Битно је нагласити да се приликом израчунавања индексног параметра кориштеног у овом раду (Глобалног индекса конкурентности) не користе подаци о токовима спољне трговине (извоза и увоза) што би се могло помислити, па да из тога произилази јака корелациона веза. У једном од стубова конкурентности, а то је ефикасност тржишта (енгл: *goods market efficiency*) користе се подаци о *даријерама* на спољну трговину, али не и њени токови. Додатно, толико велики број параметара се користи приликом истраживања укупне конкурентности да то додатно умањује могућност било какве унутрашње међузависности између испитиваних варијабли.

Овај закључак важи барем за узорак привреда испитиваних у овом раду, с обзиром да се ради о привредама које су још увијек у развоју, тј. које нису достигле животни стандард развијених земаља. Овакав закључак да је извозна оријентација земље адекватан одраз њене конкурентности вјероватно се не би добио на узорку високо развијених земаља. Ако погледамо листе конкурентности и привреде које се налазе на врху те листе из године у годину, видјећемо да су ту најразвијеније земље свијета које свој раст и развој већ одавно не црпе ислучиво из оријентисаности ка споља (енгл: *outward orientation*).

Један од закључака који се намеће, а у контексту стратегија раста базираних на извозу и искуству земаља Југоисточне и Источне Азије, јесте да овакве оријентације тешко да имају адекватнију алтернативу, барем на степену развоја земаља анализираних у овом раду. С обзиром да је транзиција у великој већини земаља нашег узорка значила скоро потпуно отварање, стратегија супституције увоза (више) није могућа опција.

Даља истраживања требала би да се крећу шире од поједностављене статистичке калкулације, односно да истраже контекстуалне факторе индивидуалних земаља. Ово би могло да подразумева истраживање следећих проблема, у зависности од појединачних стања и праваца сваке индивидуалне земље: 1) како побољшати изозну оријентисаност у циљу постизања бржег економског раста и развоја, 2) под којим условима треба даље либерализовати спољнотрговински режим, те 3) како умањити или избјећи негативне ефекте пребрзог отварања.

## Литература

1. Anwer, S., Sampath, R. Exports and Economic Growth, Presented at Western Agricultural Economics Association 1997 Annual Meeting, July 13-16, 1997, Reno/Sparks, Nevada, 1997.
2. Balassa, B. Exports, policy choices, and economic growth in developing countries after the 1973 oil shock. *Journal of Development Economics*, 18: 23-35, 1985.
3. Baldwin, R. E. Openness and Growth: What's the Empirical Relationship?. NBER Working Paper No 9578, 2003.
4. Boltho, A. Was Japanese growth export-led?, *Oxford Economic Papers*, 48: 415-32, 1996.
5. Bräutigam, D., Woolcock, M. Small States in a Global Economy, The Role of Institutions in Managing Vulnerability and Opportunity in Small Developing Countries. World Institutes for Economics Development Research WIDER Discussion Paper 2001/37, 2001.

6. Бјелић, П. *Међународна тріовина*. Београд: Центар за издавачку дјелатност Економски факултет, 2008.
7. Бјелић, П. *Међународна тріовина – Теорија и њолийика*. Београд: Центар за издавачку дјелатност Економски факултет, 2011.
8. Daitoh, I. Environmental Protection and Trade Liberalization in a Small Open Dual Economy, *Review of Development Economics*, (DOI:10.1111/j.1467-9361.2008.00455.x) to be completed, 2008.
9. Deardorffs' Glossary of International Economics, <http://www-personal.umich.edu/~alandear/glossary/s.html>
10. Dollar, D., Kraay, A. Trade, Growth, and Poverty. Development Research Group. The World Bank, 2001.
11. Ekanayake, E. Exports and Economic Growth in Asian Developing Countries: Cointegration and Error-Correction Models, *Journal of Economic Development*, vol. 24, No 2, 1999.
12. Easterly, W., Kraay, A. (1999) Small States, Small Problems? Income, Growth, and Volatility in Small States. World Bank:
13. <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/SmallStatesSmallProblems.pdf>
14. European Bank for Reconstruction and Development (2011) Transition Report 2011 – Crisis and Transition: The People's Perspective. <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr11.pdf>
15. Haddad, M. E., Lim, J. J., Saborowski, C. Trade Openness Reduces Growth Volatility When Countries are Well Diversified. Policy Research Working Papers 5222 Washington: World Bank, 2011.
16. Haddad, M., B. (2011). Managing Openness: From Crisis to Export-Led Growth v2.0, In: Haddad M.; B. Shepherd (eds.), *Managing Openness: Trade and Outward-Oriented Growth after the Crisis*, Washington: World Bank, 2011.
17. Hatsopoulos, G. N., Krugman, P., Lawrence H. U.S. Competitiveness: Beyond the Trade Deficit. *Science*, Vol. 241, July 15, 1988.
18. International Institute for Management Development – IMD. *The World Competitiveness Yearbook*. <http://www.imd.org/research/publications/wcy/index.cfm>
19. International Monetary Fund (2012) *World Economic Outlook Database*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/weoselco.aspx?g=2001&sg=All+countries>
20. Jansen, M. Income volatility in small and developing economies: export concentration matters. World Trade Organization: WTO Discussion Papers, 2004

21. Kee, H.L, Nicita, A, Olarreag, M. Estimating Trade Restrictiveness Indices, *The Economic Journal* 119. 172–199, 2008.
22. Keppel, C; Worz, J. The Impact of the Global Recession in Europe - The Role of International Trade, in *Contagion and Spillovers: New Insight from the Crisis*, eds. Backé, P. et al, Gnan, E. and Hartmann, P., *The European Money and Finance Forum*. Vienna: SUERF Study 2010/5
23. Krueger, O. A. Why trade liberalization is good for growth, *The Economic Journal*, Vol 108, No 450. 1513-1522, 1998.
24. Krugman, P. *Competitiveness: A Dangerous Obsession*. *Foreign Affairs*, No 73/2, 1994.
25. Krugman, P., Obstfeld, M. *Међународна економја*, Beograd: Datastatus, 2009.
26. Ковачевић, М. Узроци ниског нивоа и мере за повећање конкурентности Србије, у *Како повећати конкурентности привреде и извоза Србије* (ур.) Научно друштво економиста, 2001.
27. Montalbano, P., Federici, A., Triulzi, U., Pietrobelli, C. Trade Openness and Vulnerability in Central and Eastern Europe, *Research Paper No. 2005/43*, United Nation University – WIDER, 2005.
28. Ram, R. Exports and Economic Growth: Some Additional Evidence. *Economic Development and Cultural Change* 33, 415-423, 1985.
29. Rodriguez, F., Rodrik, D. Trade policy and economic growth: a skeptic's guide to the cross-national evidence, 2001.
30. Rodríguez, F. (2006a) Trade and Development. У Dutt, A. ; J. Ros, eds. *International Handbook of Development Economics*) [http://frrodriguez.web.wesleyan.edu/docs/working\\_papers/Trade\\_and\\_Development.pdf](http://frrodriguez.web.wesleyan.edu/docs/working_papers/Trade_and_Development.pdf)
31. Rodríguez, F. (2006b) Openness and Growth: What Have We Learned? Background note for United Nations' 2006 World Economic and Social Survey
32. Rodrik, D., Subramanian, A. , Trebbi, F. Institutions Rule: The Primacy of Institutions Over Geography and Integration in Economic Development. NBER Working Paper No 9305, 2002.
33. Rodrik, D. Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. *Journal of Economic Literature* 44: 973-87, 2006.
34. Sachs, J., Warner, A. Economic Reform and the Process of Global Integration. *Brooking Papers on Economic Activity* 1: 1-118, 1995.
35. Scott, B., Lodge, G. *U.S. Competitiveness in the World Economy*. Harvard Business School Press, 1985.
36. Scott, B. US Competitiveness: Concept, Performance and Implications, In *U.S. Competitiveness in the World Economy*, eds. Scott, B.; G. Lodge, Harvard Business School Press. 13-70, 1985.

37. Sengupta, J. K. Rapid growth in NICs in Asia: Tests of New Growth Theory for Korea. *Kyklos*, 44, 4 (November): 561-79, 1991.
38. Sinha, T., Sinha, D. An Empirical Investigation into the Relationship between Openness and Economic Growth: Evidence from Asia, *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali* 43: 359-370, 1996.
39. Streeten, P. The Special Problems of Small Countries. *World Development*, 21:197-202, 1993.
40. Tang, C. F., Lai, Y. W. The Stability of Export-led Growth Hypothesis: Evidence from Asia's Four Little Dragons. Munich Personal RePEc Archive - MPRA Paper No. 27962, 2011.
41. Tesic, J. (2012) *Measuring globalization in the context of transition process – the case of Western Balkan countries*, *Economic Review – Journal of Economics and Business*, Vol. X, Issue 1, May 2012. Faculty of Economics University of Tuzla. <http://www.ef.untz.ba/web/dokumenti/Paper%204%20tesic.pdf>
42. United Nations Conference for Trade and Development, UNCTAD's Trade Analysis and Information System – TRAINS Database <http://ntb.unctad.org/about.aspx>
43. Van den Berg, H., Schmidt, J. R. Foreign trade and economic growth: Time series evidence from Latin America, *Journal of International Trade and Economic Development*, 3: 121-30, 1994.
44. World Bank. *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Washington: The World Bank, 1993.
45. World Bank, World Integrated Trade Solution Database, <http://wits.worldbank.org/wits/>
46. World Economic Forum; *Global Competitiveness Report*, више годишњих извјештаја. <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>
47. World Trade Organization (2012) Statistics Database, *Time Series on International Trade*. <http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDBStatProgram-Home.aspx?Language=E>
48. Yanikkaya, H. Trade openness and economic growth: a cross-country empirical investigation. *Journal of Development Economics*, 72, 57– 89, 2003.



Бранка Тојић-Павковић<sup>1</sup>

## Анализа степена испуњености Мастрихтских критеријума конвергенције у Босни и Херцеговини

### The analysis of the Bosnia and Herzegovina's level of compliance with the Maastricht convergence criteria

#### Резиме

*Идеја о формирању Европске монетарне уније (ЕМУ) произашла је из чињенице да монетарно интегрисање има значајне економске предности код снижавања трансакционих трошкова, веће транспарентности цијена и монетарну стабилност. Теорија оптималној валутној подручја истиче позитивну везу високој степена конвергенције и постизања користи од интегрисања и вођења заједничке политике за земље чланице монетарне уније. Масрихтски критеријуми конвергенције подразумевају да земља која улази у ЕМУ има релативно ниску инфлацију, стабилну валуту, низак ниво буџетској дефицита, одржив јавни дуго, као и релативно ниске каматне стоје. Прије стицања позиције кандидата за пријетву у ЕМУ, Босна и Херцеговина мора постати чланом ЕУ, и испунити критеријуме за чланство који се односе на политичке, економске, административне и правосудне институције. Будући да су Масрихтски критеријуми конвергенције прецизније дефинисани од осталих критеријума, у економској литератури често се користе као показатељ сигурности земаља кандидата за пријетву Е(М)У. Поред сагледавања теоријских и емпиријских знања о условима монетарној интегрисања, циљ овој рада је да, на основу компаративне анализе остварених економских перформанси БиХ и земаља региона, оцијене-*

<sup>1</sup> Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, branka.topic-pavkovic@efbl.org

нимо осцварену конверенцију и сцйейен цриближавања БиХ критеријумима конверенције из Масцрихта. Резултати истраживања сцйеришу да је за БиХ, након уласка у ЕУ, рационално рјешење цосцйейен цроцес монетарне инцйеграције, коју уз сцйабилну монетарну цолиццйку цодразумцјева ефикасно цурављање јавним финансијама и цйрезно цурављање јавним дуцом. Дуцорочни циль БиХ цйледа се у досцйизању реалне конверенције кроз цовећање цродукццйвностц и конкурентностц.

**Кључне ријечи:** монетарна инцйеграција, цйеорија цйццмалноц валуццноц цодручја, ЕМУ, критеријуми конверенције, (макро)економски индикатори БиХ.

## Summary

*The idea of forming the European Monetary Union (EMU) derives from the fact that monetary integration has considerable economic advantages in lower transaction costs, greater price transparency and monetary stability. According to the optimum currency area (OCA) theory, it is very important for member states to achieve high level of convergence in order to exploit advantages of integrating and conducting a common policy. Maastricht convergence criteria imply that a country that enters the European Monetary Union (EMU) has a relatively low inflation, a stable currency, low budget deficits, relatively low interest rates and sustainable public debt. Before gaining the position of candidates for EMU, Bosnia and Herzegovina has to become a member of the EU and to achieve the criteria for membership related to the development of political, economic, administrative and judicial institutions. Since the Maastricht convergence criteria are more precise than other criteria, in the economic literature are often used as an indicators of the readiness of the candidate countries to access the E(M)U. In addition to consideration of theoretical and empirical knowledge about the monetary integration, the main goal of this paper is to, using the comparative analysis of actual economic performance of BiH and the region, provides us with knowledge and assessment of BiH stage of compliance with the Maastricht convergence criteria. The results show that a rational solution for BiH, after joining the EU, is based on gradual process of monetary integration, with stable monetary policy, effective management of public finances and careful management of public debt. The long-term goal of BiH lies in achieving real convergence through increased productivity and competitiveness.*

**Keywords:** monetary integration, the optimum currency area theory, EMU, convergence criteria, (macro)economic indicators of BiH.

## Увод

Прве деценије Европске монетарне уније (ЕМУ), окарактерисане су као велики успјех модерних интеграција. Сама идеја о формирању ЕМУ проишлаго је из чињенице да монетарно интегрисање има значајне економске предности прихватања заједничке валуте - снижавање трансакционих трошкова, већу транспарентност цијена и монетарну стабилност, у односу на трошкове промјене и увођења нове валуте.

Један од основних циљева формирања ЕМУ, те Европске централне банке и заједничке валуте за Европу, јесте успостављање јединствене монетарне политике и очување стабилности цијена на цијелом простору Европске уније<sup>2</sup>.

Еуфорија европских држава око стварања јаке економске силе која ће бити равноправан конкурент на међународној економској сцени релативно је потиснула чињеницу да, различитост држава које приступају монетарној унији по економском, институционалном и политичком поријеклу, може да утиче на ефикасност интеграције. Већ тада су истакнути економисти упозоравали да би то могао бити ризичан подухват углавном зато што монетарна унија није била праћена заједничким буџетом, фискалном унијом<sup>3</sup>.

Због наведених разлика међу чланицама, а у циљу успјешније и јаче интеграције, Европски монетарни систем добио је задатак да прати критеријуме конвергенције држава као услов за њихов улазак у ЕМУ. Појам економска конвергенција подразумијева убрзани процес друштвеног развоја који резултира у приближавању вриједности економских варијабли међу земљама чланицама, при чему разликујемо номиналну и реалну конвергенцију. При увођењу заједничке валуте потребно је према Уговору из Мастирихта испунити номиналну конвергенцију (пет критеријума конвергенције), но према теорији оптималног валутног подручја врло је значајна и реална конвергенција. *Номинална конвергенција*<sup>4</sup> подразумијева испуњавање квантитативно прецизираних критеријума прописаних Мастирихтским уговором о спремности земље чланице за улазак у еврозону. Будући да су наведени услови квантитативни и прецизније дефинисани од осталих Копенхашких

<sup>2</sup> Вукмирица, В., Шпирић Н. *Економска и монетарна интеграција Европе*. Бања Лука: Економски факултет, 2005, стр. 252

<sup>3</sup> Grauwe, de P. *Економија монетарне уније*. Нови Сад: Издавачка књижарница Зорана Стојановића, 2004, стр. 328

<sup>4</sup> Критеријуми *номиналне конвергенције* подразумијевају да: стопа инфлације земље кандидата није виша за 1,5% од просјека три најниже стопе инфлације у групи држава чланица; дугорочна каматна стопа није за више од 2% већа од просјека који је забиљежен у три државе са најмањим дугорочним каматним стопама; земља кандидат прихвати механизам девизног курса (ЕРМ II) Европског монетарног система и ако 2 године прије уласка у унију не изврши девалвацију валуте; буџетски дефицит није за више од 3% већи од БДП-а и ако јавни дуг не премаше 60% БДП.

критеријума<sup>5</sup>, у економској литератури постали су синоним за спремност земаља кандидата за приступ у Е(М)У. Стога ће и у овом раду пажња бити усмјерена на питање колико макроекономске перформансе БиХ задовољавају критеријуме Уговора из Мастрихта.

Под *реалном конвергенцијом* подразумева се смањивање разлика у нивоима развијености земаља чланица. Дефинише се као сличност у износу БДП по становнику, нивоа номиналних надница, равнотеже реалног девизног курса и с тим у вези сличности нивоа цијена и односа цијена спољнотрговинских и локалних добара<sup>6</sup>. Људски се капитал такође наводи као круцијални услов конвергенције. Björkstén<sup>7</sup> реалну конвергенцију такође дефинише као смањивање разлика у продуктивности и нивоу цијена међу земљама. Реална конвергенција захтијева и одржив економски раст у потенцијалним земљама кандидатима, а за то су потребне одговарајуће микро и макроекономске политике те ефикасан механизам преласка на тржишно привређивање. Према Ковалском<sup>8</sup>, реална конвергенција се односи на сличност реалних структура и пословних циклуса у земљама које уводе или су увеле заједничку валуту, а у смислу конвергенције продуктивности и повећања животног стандарда мјерене смањењем разлика у БДП-у per capita.

Актуелност теме испуњавања услова за економско и монетарно интегрисање транзиционих земаља у ЕУ посебно добија на значају појавом и заоштравањем економске и дужничке кризе у Европи и свијету. Са развојем и проширењем Европске (монетарне) уније долази и до неравнојерног раста (макро)економских показатеља земаља чланица, што актуализује питање користи од интегрисања и вођења заједничке политике и оправданости монетарне интеграције. Но, иако се у научним и стручним круговима посљедњих година поставља питање одрживости ЕМУ, анализа степена и провјера испуњености критеријума конвергенције не губи на значају и ак-

<sup>5</sup> У јуну 1993. године, Савјет Европе у Копенхагену донио је одлуку да је за чланство у Унији потребно испунити 3 критеријума: 1) политички - стабилност институција, демократија, владавина права, поштовање људских права, поштовање и заштита мањина; 2) економски - постојање дјелотворног тржишног уређења, могућност да се носе с конкурентским притисцима и са тржишним снагама унутар Уније и 3) институционални - способност прихватања обавеза које намеће чланство у политичкој, економској и монетарној унији.

<sup>6</sup> Gaspar, P. Real and Nominal Convergence of Pre-Accession Economies and the Choice of Exchange Rate Regime. *International Centre for Economic Growth (ICEG) and Budapest University of Economics (BUE)*, Conference on Alternatives for Exchange Rate Regime in Pre - Accession Economies, Беч, септембар 2005. Доступно на: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/neweumemberstatesen2005en.pdf>

<sup>7</sup> Björkstén, N. Real Convergence in the Enlarged Euro Area: A Coming Challenge for Monetary Policy. *Bank of Finland*, Economics Department. 2001, Working Paper 1.

<sup>8</sup> Kowalski, P. Nominal and Real Convergence in Alternative Exchange Rate Regimes in Transition Countries: Implications for the EMU Accession. *Center for Social and Economic Research, Warsaw*. 2003. Доступно на: [http://www.case-research.eu/upload/publikacija\\_plik/1708281\\_270.pdf](http://www.case-research.eu/upload/publikacija_plik/1708281_270.pdf)

туелности. Стога се као циљ овог истраживања жели истакнути неопходност да потенцијална земља кандидат, прије уласка у Европску (монетарну) унију оствари висок степен конвергенције са осталим земљама које унију чине. Питање конвергенције може се разматрати са становишта садашњих земаља чланица Е(М)У и са становишта земаља кандидата.

Испуњавање критеријума конвергенције, познатијих под називом Мастирихтски критеријуми, није предуслов за улазак у Европску унију, већ за увођење евра као националне валуте. Тек када држава постане чланица ЕУ, тада може, у зависности од испуњавања критеријума конвергенције и након што добије одобрење, увести евро. У нашем истраживању пажња се посвећује управо (економским) критеријумима конвергенције, те се, осим увида у сваки од тих критеријума, анализирају садашњи БиХ показатељи и ниво њихове усклађености са Мастирихтским критеријумима конвергенције.

У том смислу вриједан допринос рада је освјетљавање подручја у којима се тренутно не испуњавају Мастирихтски критеријуми, односно подручја у којима треба направити напредак како би се испунио дио предуслова за економску и монетарну интеграцију БиХ. На основу теоријских сазнања и емпиријских доказа о монетарном интегрисању, а узимајући у обзир стратешки циљ БиХ о придруживању ЕУ, сврха овог истраживања је да утврди у ком степену БиХ испуњава предуслове за успјешно (монетарно) интегрисање. Критеријуми за чланство у ЕУ одређени су већ поменутиим копенхашким критеријумима, који се односе на развој основних политичких, економских, административних и правосудних институција, а циљ им је створити услове за што брже прилагођавање земаља централне и источне Европе институционалном оквиру ЕУ. Након што постане чланица ЕУ, БиХ ће имати обавезу испунити и услове за приступ монетарној унији. У нашем истраживању ћемо посматрати стање у БиХ са становишта, прије свега, испуњености критеријума конвергенције прописаних Мастирихтским уговором. Будући да су ти критеријуми, како смо претходно напоменули, прецизније одређени од осталих услова за приступ ЕУ и лакше је независно пратити њихово испуњавање, у нашем истраживању, користимо их као показатеље спремности земаља кандидата и потенцијалних кандидата за приступ Е(М)У. Пошто се ради о квантификованим категоријама, могуће је да се ти услови у одређеном времену испуне, али је са данашњег аспекта истовремено сасвим извјесно да БиХ далеко заостаје за општим просјеком ЕУ и да ће у достизању приближног степена за комплетну интеграцију бити потребно времена и много више структурних промјена.

Истраживање у овом раду почива на неколико претпоставки које произилазе из дефинисаног проблема и наведених циљева. Прва претпоставка гласи да ја за земље (потенцијалне) кандидате неопходно да прије уласка у

Европску (монетарну) унију остваре висок степен конвергенције тј. усклађености реалних економских параметара са осталим земљама које унију чине, да би од интеграције оствариле више користи од трошкова, посебно у условима кризе и асиметричних шокова. Друга претпоставка узима у обзир да је у Босни и Херцеговини, испуњавање услова за економску и монетарну интеграцију изражено као приоритетан циљ економског и друштвеног развоја. Први дио рада бави се улогом и значајем монетарне интеграције Европе, како за земље чланице тако и за земље потенцијалне кандидате. Теоријске основе монетарне интеграције засноване на теорији оптималног валутног подручја детаљно су изложене кроз досадашња научна и емпиријска сазнања из ове области. У другом дијелу образложени су номинални и реални критеријуми конвергенције као и карактеристике макроекономских показатеља БиХ и земаља региона у посматраном временском периоду. У трећем дијелу кроз резултате истраживања анализирамо квантитативне показатеље испуњености критеријума, при чему се образлажу појединачни критеријуми земаља из одабраног узорка и позиција БиХ мјерено Мастрихтским критеријумима. Посљедњи дио доноси закључна разматрања.

## 1. Улога и значај монетарне интеграције Европе

Користи од прихватања заједничке валуте огледају се у повећаној микро и макроекономској стабилности. То је резултат опште стабилности цијена, приступа ширем финансијском тржишту и могућностима екстерног финансирања а кроз елиминисање несигурности номиналног девизног курса унутар подручја, мањих ризика инвестирања што подстиче стране директне инвестиције на заједничком валутном подручју, као и нижи трансакциони трошкови и већа транспарентност цијена. Међународна валута, такође, обезбјеђује стабилност и сигурност прихода тиме што би то била валута у којој би се обављале међународне трансакције, чувале међународне резерве и вршили пласмани. Према подацима Европске централне банке, учешће евра у укупној валутној структури девизних резерви у свијету има релативно стабилно кретање. Нешто мањи пад удјела евра у глобалним девизним резервама смањене су са 25,4% на крају 2010. године на 25,0% крајем 2011, углавном због дуготрајне дужничке кризе на европском тлу<sup>9</sup>. За исти период уддио америчког долара у глобалним девизним резервама остао је готово стабилан 62,1% (62,2% на крају 2010. године)<sup>10</sup>. И док дужничка криза еврозоне има ефекте унутар сегмента укупних свјетских девизних резерви, до-

<sup>9</sup> У оквиру Royal Bank of Scotland спроведено је истраживање међу менаџерима који представљају 54 централне банке који су одговарали на упитник о утицају дужничке кризе на учешће евра као валуте сидра (јануар и март 2012).

<sup>10</sup> <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>

кази сугеришу да евро ипак остаје друга најважнија међународна резервна валута у 2011. години. Истовремено, амерички долар је као водећа глобална резервна валута остала непромијењена.

Значајна економска предност прихватања заједничке валуте представља и снижавање трансакционих трошкова. Практичну потврду наведене теоријске претпоставке потврдила је Комисија Европске уније, која је процјенила добитке од елиминисања трансакционих трошкова између 13 и 20 милијарди евра годишње, за разлику од трошкова увођења јединствене валуте за земље чланице, који су износили око 20 милијарди евра.

Посљедњих деценија XX вијека процес глобализације повећао је мобилност капитала и нестабилност девизних курсева на међународном тржишту. Да би превазишле овај проблем европске земље привредно повезане у Европску унију определијиле су се да формирају Европску монетарну унију са јединственом валутом, да би обезбједили елиминисање неизвјесности промјене девизних курсева. То би требало водити ка одређеној извјесности будућих прихода фирми, јер постоји релативна могућност процјене будућих цијена роба и услуга. Стабилност девизног курса, прије свега, помаже у квалитету одлука које привредни субјекти доносе у вези са производњом, инвестицијама и потрошњом. С друге стране, при самом уласку у ЕМУ постоји критеријум испуњавања захтјева за стабилизацијом валута држава приступница.<sup>11</sup>

Земље у транзицији које теже придруживању ЕУ суочавају се са изазовима развоја, те економског достизања напредних земаља чланица уније. Сљедећи корак који земље требају остварити јесте придруживање заједничком валутном подручју, тј. улазак у еврозону, и током рада ми ћемо се фокусирати на тај циљ. У настојању придруживања Е(М)У од земаља кандидата очекује се испуњавање критеријума номиналне али и реалне конвергенције. Мастирихтски споразум из 1992. године утврђује номиналне критеријуме конвергенције који се морају испунити да би се могло приступити монетарној унији Европе. Овако постављени строги услови потребни су да би се остварио један од основних циљева монетарне уније, а то је снажна и стабилна валута уз минималну инфлацију унутар ЕМУ. Проблематика конвергенције, односно смањења разлика у економским перформансама међу земљама веома је актуелна. Сматра се да укидање баријера трговини и мобилност фактора производње доприносе бржем развоју и конвергенцији.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Нови механизам девизног курса (ERM-II), основан Амстердамском резолуцијом Европског савјета 16. јуна 1997. године, замијенио је стари механизам Европског монетарног система 1. јануара 1999. године, тако да државе, потенцијални кандидати за чланство у ЕМУ, данас морају да га прихвате као критеријум конвергенције ERM-II.

<sup>12</sup> Билас, В. Конвергенција транзицијских земаља према ЕУ//*Економски њрепегл*//Хрчак, Портал знанствених часописа Републике Хрватске//Vol. 56 No. 3-4, Април 2005.

Због тога је значајно остварити висок степен конвергенције да би земља могла да има користи од интегрисања и вођења заједничке политике. Ово питање још више добија на значају у актуелним кризним условима, када је економска и дужничка криза још увијек присутна у ЕУ. Неостварени критеријуми конвергенције, или боље рећи степен дивергенције појединих земаља чланица ЕМУ, у савременој литератури посматрају се управо као генератори нестабилности еврозоне.<sup>13</sup>

Наиме, ако би земља по увођењу евра имала вишу стопу инфлације од дозвољене, током година њен реални ефективни курс би апресирао, и тиме значајно смањио конкурентност њене привреде што би негативно утицало на платни биланс и, посљедично на раст спољног дуга. Висок буџетски дефицит (већи од 3%) повећао би јавни дуг, те би се повећала буџетска средства потребна за његово сервисирање. Ово би довело до ефекта „истискивања” приватних инвестиција<sup>14</sup>, јер би држава морала да се појачано задужује на финансијском тржишту. Поред тога, дошло би и до раста приноса на државне обвезнице, а тиме и до раста општих каматних стопа, што би се негативно одразило на кредитну и привредну активност (примјер Грчке). Лимитиран ниво јавног дуга као и висина каматних стопа су, дакле, снажно повезани с висином буџетског дефицита.

Поред сагледавања улоге и значаја монетарне интеграције за националну привреду, анализом конвергенције БиХ према ЕМУ, указаће се и на значај економских кретања у земљи који повратно могу утицати на функционисање ЕМУ. Прегледом релевантне литературе у овој области, закључујемо да нижи или недовољно постигнут степен конвергенције референтним вриједностима економских показатеља ЕМУ имају негативан повратни ефекат држава на функционисање монетарне уније у Европи. Суштина овог рада је да пружимо одговор на питање који степен конвергенције наша земља треба постићи да би ефекти уласка били позитивни за националну привреду и даљи раст конкурентности. Уколико су та одступања већа и уколико су критеријуми конвергенције различито примјењивани, предности прикључења, функционисања, па и опстанка ЕМУ постаје упитно.

<sup>13</sup> Погледаати: Arghyrou, M. G. and Ktononikas, A. The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion. // *European Commission, Economic papers*/ February 2011., Athanassiou, P. Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU – Some Reflexions. // *ECB, Legal Working Papers Series, No 10*. December 2010., и Zemanek, H., Belke A., Schnabl G. „Current Account Balances and Structural Adjustment in the Euro Area.” *International Economics and Economic Policy*, 2010, 7(1): 3-127. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1593469](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593469)

<sup>14</sup> Николић, Г. Анализа степена испуњености Мастрихтских критеријума конвергенције: Србија и земље региона. *Финансије: часопис за теорију и праксу финансија*. Број 1-6/2011.



### 1.1. Теоријске основе монетарне интеграције Европе

Иако смо у претходном дијелу рада објаснили које користи ЕМУ обезбјеђује државама чланицама, државе морају да сагледају да ли улазак у монетарну унију за њих представља оптимално рјешење. Питање одрживости и успјешности монетарног интегрисања у економској теорији, разматра се кроз основне поставке теорије оптималног валутног подручја.

С проширењем Европске уније, теоријска и посебно емпиријска истраживања конвергенције добијају све већи значај. Овај значај се објашњава у неопходности земаља нових чланица да имају сличне пословне циклусе са осталим чланицама. То подразумијева да њихове главне економске и финансијске варијабле треба јединствено да се крећу како би заједничка монетарна политика (и заједничка валута) имала жељене ефекте, а потом да овај ефекат буде симетричан за земље у еврозони. Ако су конвергенција и синхронизација релативно слабе а земље су предмет асиметричних шокова, онда је неопходно да се користе алтернативе (замјена девизног курса и монетарне политике), механизми за апсорпцију шокова (на примјер слободно кретање робе и капитала, радне снаге флексибилност тржишта, структурне диверсификација економије, итд).

Прегледом релевантне литературе у овој области може се закључити да од настанка идеје оснивања овако комплексне творевине, монетарне интеграције заузимају значајно мјесто у научним и стручним истраживањима. При томе код различите групе аутора примјећујемо разлику између традиционалног и „модификованог” приступа теорији ОВП. Прва група аутора поставља први аналитички оквир теорије монетарних интеграција која се огледа у теорији оптималног валутног подручја и као битно питање постављају да ли ће земље од напуштања националне валуте имати већих користи од трошкова при уласку у монетарну унију (Мандел, МекКинон, Кенен, Мек Дугал, Минц и др.). Према широј, модификованој дефиницији ове теорије, друга група аутора истиче да питање успјешности монетарног интегрисања претпоставља услове под којима монетарна унија може бити оптимална и одржива – усклађеност пословних циклуса, ендегеност теорије ОВП, висок ниво конвергенције итд. (Моњели, Бајуми и Ајхенгрин, Ковалски и др.). У посљедњих неколико година у свјетској теорији и пракси група аутора посебно указује на асиметричне шокове земаља чланица и њихов утицај на финансије ЕМУ које су на крају допринијеле садашњем развоју економске и дужничке кризе еврозоне (Аргироу и Контоникас, Зе-манек, Белке и Шнабл, Де Гроув, Нојер и др).

Након упознавања основних поставки приступа изучавању монетарних интеграција, можемо закључити да су основне претпоставке за одрживост и успјешно функционисање ЕМУ поштовање постављених критеријума

конвергенције, који захтијевају сличност у нивоу конкурентности и продуктивности те смањењем разлика у БДП-у per capita земаља чланица. То закључујемо из чињенице да ЕМУ обухвата хетерогене државе и кључни проблем у функционисању јесте да ли ће непоштовање критеријума конвергенције, који се постављају као услов монетарне интеграције, у појединим државама чланицама имати утицај на угрожавање самог опстанка ЕМУ. Европске државе (ЕУ) имале су за циљ оснивање дубље, политичке и економске интеграције у жељи да ефективније одбране економске интересе Европе и створе јаку економску силу која ће бити равноправан конкурент на међународној економској сцени. Ипак, релативно су потиснуле чињеницу да различитост држава које приступају монетарној унији по економском, институционалном и политичком поријеклу, може да утиче на ефикасност интеграције. Другу претпоставку будућег процеса монетарног интегрисања Европе чини проблематика утицаја актуелне кризе на земље чланице и потенцијалне кандидате, при чему као могућа рјешења видимо два аспекта: дубљу интеграцију или дезинтеграцију. Дубља интеграција подразумијева фискалну а тиме и дубљу политичку интеграцију. Негативне посљедице сценарија дезинтеграције на европском тлу, огледају се пак у још већој економској дезинтеграцији. При томе мислимо на повећану разлику макроекономских перформанси (економску дивергенцију) између земаља чланица што води већем степену неравнотеже.

## **2. Анализа позиције Босне и Херцеговине мјерено Мастрихтским критеријумима**

### **2.1. Методе истраживања**

Основни циљ овог рада је оцјена остварене конвергенције и стицање знања о степену приближавања Босне и Херцеговине економским кретањима монетарне уније, кроз критеријуме конвергенције чије су поставке базиране на теорији оптималног валутног подручја. Иако је према теорији ОВП значајна и реална конвергенција, при увођењу заједничке валуте потребно је, према Уговору из Мастрихта, испунити критеријуме номиналне конвергенције. Смањење разлика у економским перформансама међу земљама које ће чинити унију веома је битна и актуелна, јер доприноси бржем привредном развоју држава чланица.

Оцјену степена приближавања БиХ критеријумима ЕМУ, започели смо методом компаративне анализе. У анализи смо се за компарацију одредили према земљама кандидатима и земљама потенцијалним кандидатима уласка у Е(М)У. У овом тренутку постоји пет земаља кандидата, који

су аплицирали за пријем у ЕУ и принципијелно су прихваћене (Хрватска, Исланд, Црна Гора, Македонија и Србија)<sup>15</sup>. Група земаља која се у ЕУ води под групом земаља Западног Балкана (БиХ и Албанија) добиле су статус земаља потенцијалних кандидата. У циљу детаљне и квалитетне анализе, било је потребно извршити прикупљање низа макроекономских података неопходних за стицање сазнања о основним економским показатељима изабраних земаља током 2011. и 2012. године. Коришћени су, тренутно расположиви, статистички подаци Европске Централне банке (ЕЦБ), Европског статистичког завода (Eurostat), Свјетске банке (World bank), Међународног монетарног фонда (ММФ) за земље из изабраног узорка. У даљем раду приказани су сумарни подаци. За приступање ЕМУ (након испуњених услова и уласка у ЕУ) реално се морају достигнути квантитативни захтјеви, дефинисани номиналном конвергенцијом. У раду ћемо се фокусирати управо на ове варијабле. У складу са тим извршена је анализа степена конвергенције БиХ према номиналним критеријумима конвергенције.

## 2.2. Критеријуми конвергенције

Земља може приступити монетарној унији ако испуни задате услове, тј. критеријуме *номиналне конвергенције*, и то да<sup>16</sup>:

1. њена стопа инфлације није виша за 1,5%, од просјека три најниже стопе инфлације у групи држава чланица,
2. дугорочна каматна стопа није за више од 2% већа од просјека који је забиљежен у три државе са најмањом инфлацијом,
3. прихвати механизам девизног курса (ЕРМ II) Европског монетарног система и ако 2 године прије уласка у унију не изврши девалвацију валуте,
4. буџетски дефицит није за више од 3% већи од БДП-а (а ако то јесте случај, дефицит би требало да пада континуирано и да се значајно приближи стопи од 3%) или, с друге стране, ако одступање од референтне вриједности буде изузетно и привремено а да се, притом, остане довољно близу референтне вриједности тј. 3%,
5. јавни дуг не би требало да премаши 60% БДП (ако је то случај, дуг треба значајно смањити и приближити референтној вриједности одговарајућим темпом).

<sup>15</sup> О датумима уласка у ЕУ и евентуалним препрекама у процесу приступања наведених земаља чланица, погледати на: [http://en.wikipedia.org/wiki/Future\\_enlargement\\_of\\_the\\_European\\_Union#Recognised\\_candidates](http://en.wikipedia.org/wiki/Future_enlargement_of_the_European_Union#Recognised_candidates). Ми смо се одредили за земље из региона, услјед гео-структурних и институционалних сличности

<sup>16</sup> Grauwe, de P. *Економија монетарне уније*. Нови Сад: Издавачка књижарница Зорана Стојановића, 2004. стр. 214

Под *реалном конвергенцијом* подразумејева се смањивање разлика у нивоима развијености. Дефинише се као сличност у износу БДП по становнику, нивоа номиналних надница, равнотеже реалног девизног курса и с тим у вези сличности нивоа цијена и односа цијена спољнотрговинских и локалних добара. За земље у транзицији приватизација и оснивање тржишних институција, успостављање и регулација функционалних тржишта били су најважнији за будући раст. Реална конвергенција ових земаља зависи је од неколико битних фактора заједничких за цијелу групу: избјегавање макроекономских криза, високе стопе страних улагања, развијеност финансијског сектора и многих других. Реална конвергенција захтијева, дакле, одржив економски раст уз финансијски сектор који одликује његова стабилност. Неспорно је да ће интеграција у ЕУ земљама кандидатима донијети низ добробити али колико ће добробити, заиста, осјетити земља зависи прије свега о њеним политикама у области макроекономске стабилизације, развијања људских ресурса и отворености за стране инвестиције.<sup>17</sup>

У складу са горе описаном номиналном конвергенцијом на дефинисаном узорку сагледали смо однос између сљедећих варијабли:

1. *Инфлација* мјерена као индекс раста цијена у посљедњих 12 мјесеци,
2. *Буџетски дефицит* као % БДП,
3. *Јавни дуџ* као % БДП,
4. *Дујорочне каматне стоје* на државне обвезнице,
5. Критеријум *чланства* у *Евројском валујном механизму ЕRM-II*.

### 2.3. Економски параметри БиХ и земаља региона

Анализу смо започели основним (макро)економским показатељима изабраних земаља, а потом и рашчлањавањем појединачних критеријума конвергенције. Циљ нам је био показати да у динамици и смјеру кретања основних економских варијабли у тим земљама долазимо до сличних резултата. Посљедично, одређени степен почетне дивергенције међу тим земљама присутан је и у БиХ. Из табеле 1. можемо видјети главне економске показатеље за БиХ и земље региона у 2011. години.

<sup>17</sup> Ричка, Ж. *Удаљеност БиХ од ЕУ мјерено ЕУ критеријуми конвергенције*. Сарајево: Revicon, д.о.о.; Економски факултет, Универзитета у Зеници. <http://www.icei.epk.ba/admin/dokumenti/4814%20ZELJKO%20RICKA.pdf>

Табела 1: Главни економски показатељи за БиХ и земље региона (2011. година)

Земља	Становништво	БДП (у мил.евра)	БДП по становнику (% просјека ЕУ)	Реална стопа раста БДП (у %)	Стопа незапосле- ности
ЕУ (27 земаља)	502.404,439	12.650.982,6	100	1,5	10
ЕМУ (17 земаља)	332.016,871	9.420.854,7	108	1,4	10,7
Земље кандидати за чланство у ЕУ					
Црна Гора	618,197	3.234	42	3,2	19,4
Хрватска	4.412,137	44.892	61	0	13,7
Македонија	2.057,284	7.509	42	3,1	31,4
Србија	7.276,195	35.700*	35	1,6	24,4
Турска	73.722,988	555.249	52	8,5	9,8
Земље потенцијални кандидати за чланство у ЕУ					
Албанија	2.831,741		30*	3*	13,3
Босна и Херцеговина	3.843,183	12.569	30	1,26 <sup>18</sup>	27,6

Извор: Евростат, Европска централна банка, Статистички заводи земаља из узорка, обрада аутора; \*процјена Евростата

### 3. Резултати истраживања

Анализу смо започели основним (макро)економским показатељима изабраних земаља, а у наставку овог дијела рада рашчлањавањем појединачних критеријума конвергенције добијамо резултате истраживања које ћемо изложити.

Из наведених показатеља, од којих као најбитнији посматрамо стопу раста БДП, може се уочити да Босна и Херцеговина значајно не заостаје за просјеком земаља Европске монетарне уније. Ипак, у односу на земље кандидате за чланство у ЕУ, према показатељу БДП по становнику приказано у процентним поенима просјека ЕУ 27, БиХ са 30 посто учешћа налази се заједно са Албанијом на посљедњем мјесту. Још неповољнији параметар је проценат стопе незапослености, гдје БиХ има изражену високу стопу незапослености у односу на остале земље региона и то у износу од 27,6%.

Нешто боља позиција БиХ исказана у односу на земље кандидате и на земље потенцијалне кандидате је у погледу укупног јавног дуга и стопе јавног дуга у односу на БДП. Према доступним подацима Министарства финан-

<sup>18</sup> Према подацима Агенције за статистику БиХ, бруто домаћи производ за 2011. годину номинално је износио 25.474 милиона КМ и у односу на 2010. номинално је већи за 3,62% док реални раст износи 1,26%

сија и трезора БиХ, укупан ниво задужења Босне и Херцеговине за период 2007-2011. има тенденцију раста (39,3% у 2011.), али и даље испод горње границе задужености према Мастрихтским критеријумима (референтна вриједност овог фискалног критеријума износи максимално 60% БДП). С друге стране, према Међународном монетарном фонду и Свјетској банци, који као референтни критеријум посматрају однос сервисирање спољног дуга и извоз робе и услуга, може се закључити да се БиХ сматра умјерено задуженом државом. Овај однос у 2011. години износи 4,2%, што и даље указује на подношљиво стање капацитета земље да отплати дуг (критична вриједност је 30%).

Као релевантан индикатор задужености земље посматра се однос укупног спољног дуга и извоза који показује колико оптерећење представља спољни дуг за економске токове са иностранством у текућој години. Он се мјери извозом роба и услуга, који представља главни извор генерисања прихода потребних за отплату дуга. Ако је извоз роба и услуга у текућем периоду већи од увоза роба и услуга у текућем периоду, позитиван салдо спољнотрговинског биланса олакшава отплату дијела дуга у том периоду. Код земаља код којих текући трансфери из иностранства представљају значајну ставку текућег рачуна платног биланса узима се однос укупног дуга и извоза роба и услуга увећаног за текуће трансфере. Према критеријумима Свјетске банке, зависно од вриједности наведене пропорције, земље се класификују на сљедећи начин<sup>19</sup>:

$TED/E / E \leq 132\%$  мање задужена земља,

$132\% < TED/E / E \leq 220\%$  средње задужена земља и

$TED/E/ E > 220\%$  високо задужена земља,

при чему је: *TED* - укупан спољни дуг (total external debt).

Однос спољног дуга и извоза у БиХ у 2011. години износи 81%, што Босну и Херцеговину према критеријуму Свјетске банке сврстава у категорију ниско задужених економија. Чињеница је ипак да је данас у већини европских земаља дефицит буџета преко дозвољених 5%, али је исто тако познато да развијене земље могу лакше да поднесу измирење јавног дуга. Оне лакше могу да финансирају и 90% јавног дуга него БиХ 50% не само због јаче економије, него и због већег повјерења инвеститора и перспективе тих земаља.

Резултати истраживања о оцјени нивоа и кретања јавног дуга БиХ<sup>20</sup> кроз временску серију од 2007-2011. године, показује да јавни дуг у БиХ најви-

<sup>19</sup> World Bank and International Monetary Fund. (2003). Guidelines for Public Debt Management. [http://treasury.worldbank.org/bdm/htm/resource\\_publications.htm](http://treasury.worldbank.org/bdm/htm/resource_publications.htm) (12.11.2012.)

<sup>20</sup> Топић-Павковић, Б., Милуновић Д. *Application of principal component analysis in monitoring indebtedness and evaluation of changes in public debt in BiH*. REDETE (Researching Economic

ше зависи од кретања индикатора задужености *Свољни дуџ љрема извозу, Однос јавноџ дуџа љрема БДП и Сервисирање обавеза љрема укуљном јавном дуџу*. Користећи статистичку методу анализе главних компоненти, те вишеструку корелациону и регресиону анализу описани односи релевантних фактора и омјера који одређују ниво јавног дуга потврдио је да се јавни дуг у БиХ тренутно налази у границама ниске до средње задужене земље, али исто тако да има тенденцију раста, те се значај добијеног модела првенствено огледа у опрезном приступу новом задуживању. Имајући у виду да кретање нивоа јавног дуга, те сервисирање истог, директно зависи од степена повећања/смањења БДП-а, извоза и расположивог прихода за сервисирање дуга, одлуке о даљем задуживању ће морати да буду повезане са производним пројектима, или финансирањем пројеката који ће допринијети убрзању реформи, као основи за даљи привредни раст.

Анализирајући претходно приказане индикаторе задужености кроз макроекономске показатеље за период 2007-2011. године, може се закључити да тренутна одрживост јавног дуга Босне и Херцеговине задовољава критеријуме конвергенције ЕМУ, али се задуживању у наредном периоду мора опрезно приступити, с обзиром на ефекте дужничке кризе у земљама основним спољнотрговинским партнерима БиХ (у табели 3. видимо да су главни трговински партнери и даље земље ЕУ и Југоисточне Европе).

Табела 2: Главни љрџовински љарџнери БиХ у 2011. и 2012. џодини

	Извоз			Увоз		
	2011.	2011 Q 2	2012 Q 2	2011.	2011 Q 2	2012 Q 2
ЕУ 27, од чега	55,8%	56,8%	56,0%	45,4%	45,9%	47,5%
Италија	11,7%	11,7%	11,3%	8,9%	9,5%	9,9%
Њемачка	14,8%	14,9%	14,8%	10,6%	10,6%	11,5%
Словенија	8,6%	8,7%	7,7%	5,3%	5,7%	5,4%
Југоисточна Европа, од чега	35,0%	35,9%	34,3%	25,0%	25,3%	24,9%
Хрватска	14,6%	15,3%	16,5%	14,3%	14,3%	13,7%
Србија	12,2%	12,2%	9,7%	9,4%	9,7%	9,9%
Остале земље	9,2%	7,2%	9,6%	29,6%	28,8%	27,5%
Русија	0,6%	0,4%	0,3%	10,5%	9,9%	9,7%

Извор: Централна банка БиХ, Билтен 2, 2012, обрада аутора

О износу јавног дуга БиХ евиденције и процјене врши и Међународни монетарни фонд. ММФ поред спољног дуга државе, узима у обзир и

приватни дуг према иностранству (предузећа и банке)<sup>21</sup>, које у БиХ процјењују на 33% БДП-а у 2010. години (посљедњи доступни подаци). Према процјени ММФ-а, БиХ има тенденцију смањивања спољног дуга у периоду 2012- 2015. година (у 2012. години износио би 58% БДП, а у 2015. 48,70% БДП). Ови подаци упућују да је само спољни јавни дуг БиХ на граници прописаног критеријума конвергенције, без унутрашњег јавног дуга. За стање спољне задужености постоје подаци који се могу прихватити са великим степеном поузданости, али уколико би се постојећем званично објављеном износу спољног дуга додале потенцијалне обавезе и оне од приватног сектора, које ММФ узима у обзир, укупан дуг БиХ би вјероватно чинио већи проценат БДП-а. Овакав степен задужености, иако је већи од прописаног по мастрихтским критеријумима, и даље не даје разлог за већу забринутост из разлога што поједине земље чланице ЕМУ имају знатно већи јавни дуг од прописаног. Ипак, добар разлог за заустављање раста државног дуга проистиче из чињенице да даљње задуживање постаје опасно уколико се користи за непроизводне сврхе (улагања која не производе нове вриједности из којих би се дуг могао враћати), што даље може довести до дужничке кризе.

Дакле, у БиХ ће одлуке о даљем задуживању морати да буду повезане са производним пројектима, или финансирањем пројеката који ће бити основа за даљи привредни раст. Како смо већ навели да развијене земље могу лакше да поднесу измирење јавног дуга, па и да финансирају и 90% јавног дуга лакше него БиХ 50%, не само због јаче економије него и због већег повјерења инвеститора, указује и чињеница да БиХ нема могућност издавања обвезница које би могле да се продају на ино тржишту, и тиме прикупе додатна новчана средства. Поред осталих ризика који постоје и који се у случају изласка на ино тржиште обвезница оцењују, велики проблем у БиХ представља управо ризик земље, тј. рејтинг<sup>22</sup> који земља има на ино тржишту.

### 3.1. Достигнутост критеријума номиналне конвергенције

У наставку овог дијела рада изложиће се резултати истраживања оствареног степена Мастрихтских критеријума конвергенције.

<sup>21</sup> IMF, Country Report No.10/101, април 2010.

<sup>22</sup> Међународне рејтинг агенције врше процјену способности земље да извршава своје обавезе и на основу тога одређују рејтинге сервисирања дуга.



Табела 3. Испуњавање критеријума номиналне конвергенције  
(подаци за 2011. и 2012. г.)

Критеријуми конвергенције	НИСР стопа инфлације <sup>23</sup>	Буџетски дефицит као % БДП <sup>24</sup> (2011. година)	Јавни дуг као % БДП <sup>25</sup> (2011. година)	Чланица Европског валутног механизма ЕРМ-II <sup>26</sup>	Дугорочне каматне стопе <sup>27</sup>
Референтна вриједност	max 3.1% (на дан 31.03.2012.)	max 3%	max 60%	min 2 године	max 5.80% <sup>28</sup> (на дан 31.03.2012.)
Земље кандидати за чланство у ЕУ					
Хрватска	2.1%	5.0%	45.7%	Не	Нема доступних података
Црна Гора	3.1% (2011)	3.9%	45.1%	Није потребно <sup>29</sup>	Нема доступних података
Србија	11.2% (2011)	5.0%	47.4%	Не	Нема доступних података <sup>30</sup>
Турска	8.0%	1.4%	38.4%	Не	Нема доступних података
Македонија	3.9% (2011)	2.6%	29.0%	Не	Нема доступних података
Земље потенцијални кандидати за чланство у ЕУ					
Албанија	3.4% (2011)	3.5%	58.9%	Не	Нема доступних података
Б и Х	3.7% (2011) <sup>31</sup>	3.1%	40.6%	Не	*

Извор: Европска комисија, Евростат, обрада аутора;  - критеријум испуњен<sup>32</sup>

<sup>23</sup> Инфлација мјерена као индекс потрошачких цијена у посљедњих 12 мјесеци. „НИСР (2005=100): Monthly data (12-month average rate of change)”. Eurostat. (приступ 6 новембар 2012.)

<sup>24</sup> „European economic forecast - spring 2012” (PDF). European Commission. (1. новембар 2012.)

<sup>25</sup> „European economic forecast - spring 2012” (PDF). European Commission. (1. новембар 2012.)

<sup>26</sup> „What is ERM II?”. European Commission. (1. новембар 2012.)

<sup>27</sup> „Long-term interest rate statistics for EU Member States (monthly data for the average of the past year)”. Eurostat. (18 децембар 2012.)

<sup>28</sup> Могу бити највише два процентна бода више од оних у трима земљама са најнижим каматним стопама.

<sup>29</sup> Црна Гора од новембра 1999. као валуту користила је њемачку марку. Када је евро замијенио марку 1. јануара 2002. године, то се такође догодило у Црној Гори. Истовремено Црна Гора је једнострано усвојила и користи евро као своју валуту. Да би добила мјесто у ЕЦБ земља ће морати прво да приступи у ЕУ, а затим и да се придржава свих критеријума конвергенције - осим ЕРМ-II критеријума, јер нема суверену валуту.

<sup>30</sup> На тржишту Србије не постоје динарске обвезнице државе издате на рок од 10 година, односно не постоји каматна стопа која би се с обзиром на методолошке захтјеве сматрала референтном.

<sup>31</sup> „World Economic Outlook Database, April 2012”. IMF. April 2012. (19 новембар 2012.)

<sup>32</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Euro\\_convergence\\_criteria#Fulfillment\\_of\\_criteria\\_in\\_April\\_2012](http://en.wikipedia.org/wiki/Euro_convergence_criteria#Fulfillment_of_criteria_in_April_2012).

Како смо претходно навели, земља може приступити монетарној унији ако испуни критеријуме *номиналне конвергенције*, и то: да њена стопа инфлације није виша за 1,5%, од просјека три најниже стопе инфлације у групи држава чланица; дугорочна каматна стопа није за више од 2% већа од просјека који је забиљежен у три државе са најмањом дугорочном каматном стопом; уколико прихвати механизам девизног курса (ERM II) Европског монетарног система и ако 2 године прије уласка у унију не изврши девалвацију валуте; буџетски дефицит није за више од 3% већи од БДП-а (а ако то јесте случај, дефицит би требало да пада континуирано и да се значајно приближи стопи од 3%) и ако јавни дуг не премаши 60% БДП (ако је то случај, дуг треба значајно смањити и приближити референтној вриједности).

У односу на референтне вриједности, уочавамо да ниједна од земаља кандидата нити потенцијалних кандидата не испуњава све задате критеријуме конвергенције. Посматрајући Хрватску, Србију и Црну Гору, можемо рећи да се проблем јавља у сфери управљања фискалном политиком, тачније израженим буџетским дефицитом који је значајно удаљен од постављених захтјева. За Србију је још неповољнија ситуација и у сфери монетарне политике, тачније очигледна је највиша стопа инфлације у региону, која одступа од просјека ЕМУ за чак 8,1 процентни поен. У погледу нивоа буџетског дефицита мјерено дозвољеним процентом до 3% БДП, само су Турска и Македонија, чијим подацима смо располагали у тренутку анализе, испуњавали наведени критеријум конвергенције. Све посматране земље задовољавале су критеријум ниво јавног дуга до 60% БДП.

Анализирајући податке за БиХ може се доћи до, на први поглед, изненађујућих закључака. БиХ, наиме, у односу на наведену групу земаља већ у овом тренутку задовољава критеријуме за укључење у ЕМУ. Захваљујући прије свега ригидној монетарној политици БиХ знатно мање од осталих земаља групације, одступа од референтног нивоа стабилности цијена (3,7% у односу на 3,1%). Буџетски дефицит се налази скоро на износу постављеног критеријума ЕМУ од 3% БДП (буџетски дефицит као % БДП у БиХ износи 3,1%). Јавни дуг се такође задржава испод могућег нивоа од 60% БДП (током 2011. године износио је 40,6 % БДП).

Нове чланице ЕУ, да би могле да уђу у еврозону, морају да прођу кроз Европски валутни механизам ERM-II, тј. да своје законодавство у монетарној области усагласе са законодавством еврозоне. Из табеле 6. могу се видјети тренутни режими девизних курсева посматраних земаља (потенцијалних) кандидата, обзиром да још нико од представљених држава није Чланица Европског валутног механизма ERM-II. Укључивање у ERM-II

прије завршетка економских реформи сматра се опасним потезом за земље приступнице, зато је неопходно да се заврше сви економски процеси и реформе, посебно оне које су резултат бившег социјалистичког режима. Постоје бројни проблеми и ризици са којима се суочавају Централне банке, а које потичу од неизвјесности која се односи на измијењено економско окружење у којем дјелује монетарна политика и којем се морају прилагодити.<sup>33</sup>

Табела 4. Режим девизног курса земаља кандидата и потенцијалних кандидата за ЕУ

Регион	Режим девизног курса	Државе
Државе приступнице и потенцијални кандидати за ЕУ	Унилатерална евризација	Црна Гора
	Валутни одбор	Босна и Херцеговина
	Везан за евро, или контролисано управљање са евром као референтном валутом	Хрватска, Македонија, Србија
	Флукутирајући курс	Албанија, Турска

Извор: Адаптирано из рада Фуртула, С.: Компатибилност Централне банке Србије са ЕЦБ<sup>34</sup>

Стабилност девизног курса, односно неопозиво фиксирање курсева, па онда и елиминација међусобних курсева између валута држава чланица, технички је циљ сваке монетарне уније. Но при том је његова дугорочна одрживост понајмање техничка ствар, а много више ствар постигнуте адекватне конвергенције и трајног напора држава чланица да ускладе своје економске политике и континуирано их прилагођавају. Веома је важно да прије трајног фиксирања курсева и уласка у монетарну унију држава, будућа чланица монетарне уније, постане спремна, тј. постигне адекватан ниво реалне и номиналне конвергенције. Јер ако уђе неспремна, може се догодити да због недовољне усклађености претрпи негативне посљедице, а које се на концу могу очитовати у ниском расту или чак рецесији. Мастрихтски критеријум стабилности курсева један је од критеријума који показује постигнути ниво номиналне конвергенције. Важан, ако не и главни мотив његовог успостављања био је, међутим, спријечити могућност злоупотребе конкурентских девалвација или депресијација пред фиксирање курсева и улазак у монетарну унију, чиме се заправо жељело отклонити било каква могућност манипулације ради постизања бољег конкурентског положаја.<sup>35</sup>

<sup>33</sup> Фуртула, С. *Компатибилност Централне банке Србије са ЕЦБ*. Доступно на [http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2007/7\\_8/UBS-Bankarstvo-7-8-2007-Furtula.pdf](http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2007/7_8/UBS-Bankarstvo-7-8-2007-Furtula.pdf) (22.12.2012.)

<sup>34</sup> [http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2007/7\\_8/UBS-Bankarstvo-7-8-2007-Furtula.pdf](http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2007/7_8/UBS-Bankarstvo-7-8-2007-Furtula.pdf) (22.12.2012.)

<sup>35</sup> Michael F., Lončarek, D., Curavić I., Šabić A. *Кријеријуми Европске уније с посебним нагласком на економске кријеријуме конвергенције - Гдје је Хрватска?* [www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-019.htm](http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-019.htm)

У анализи оцјене испуњености критеријума конвергенције, за критеријум дугорочних каматних стопа на државне обвезнице, за посматране земље нису били доступни релевантни подаци које бисмо са поузданошћу могли користити у анализи, обзиром да или није постојала каматна стопа која би се (с обзиром на методолошке захтјеве) сматрала референтном или није било могуће доћи до тачних података. „Наиме, ако не постоје дугорочне државне обвезнице или у блажем случају, ако постоје, али не удовољавају обиљежјима референтне дугорочне каматне стопе...могућа су другачија рјешења. У таквом специфичном случају могуће је узети у обзир принос неких других дугорочних финансијских инструмената који би били упоредиви, као што је то случај код Естоније и Луксембурга<sup>36</sup>, гдје се дугорочне каматне стопе мјере на основу приноса упоредивих финансијских инструмената. Тако се на примјер, показатељ за Естонију заснива на каматним стопама банака на дугорочне кредите у националној валути (естонским крунама, ЕЕК), и то кредите одобрене трговачким друштвима која нису у финансијском сектору те становништву, с доспијећем дужим од 5 година. С друге стране, показатељ за Луксембург заснива се на корпи вриједносних папира који имају заједно просјечно преостало доспијеће од приближно 10 година. Но, те вриједносне папире издала је једна приватна банка, која има солидан рејтинг. Важно је нагласити да се у потоњим случајевима перманентно прати и покушава пронаћи прикладнији, тј. бољи инструмент за поређење. Чим он буде расположив, постојећи (привремени) показатељи дугорочних каматних стопа биће замијењени.”<sup>37</sup>

У овом дијелу рада, укратко ћемо на примјеру објаснити како је неиспуњеност критеријума конвергенције Грчке (која је чланица ЕМУ), дијелом утицала на одрживост њене економије па и будућност ЕМУ. Посљедице финансијске кризе на Грчку, која се суочила са проблемима слабљења реалног сектора, незапослености те, посљедично, отплате дугова, показало је да иако укључивање у европске интеграције обезбјеђује одређене користи од чланства, уз недовољно остварену реалну конвергенцију може имати негативне ефекте. Сходно томе, поставља се и питање користи од уласка у монетарну унију за поједине земље чланице. Проблеми попут великог јавног сектора, високог јавног дуга и државне потрошње, високог удјела нетрговинског сектора у Грчкој наводе се као основни узроци ескалације економске кризе. У раздобљу између 2001. и 2007. године Грчка је имала одступање од Мастрихтских услова којим је дефинисан максималан ниво

<sup>36</sup> Eurostat (Metadata in SDDS format, 7. октобар 2004); Eurostat (Statistics in Focus-Theme 2 -21/2004)

<sup>37</sup> Michael F, Lončarek D., Curavić I., Šabić A. *Критеријуми Европске уније с посебним нагласком на економске критеријуме конвергенције - Гдје је Хрватска?* [www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-019.htm](http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-019.htm)

спољног дуга у односу на БДП, као и горњу границу буџетског дефицита унутар земаља еврозоне. Буџетски и дефицит платног биланса сматрају се најважнијим узроцима пораста спољног дуга Грчке. Наиме, након што је Грчка постала саставни дио привреде еврозоне, константно је имала ниску конкурентност економије у односу на трговинске партнере, углавном због ниске продуктивности и превисоких надница, нарочито у јавном сектору, а дуже вријеме остваривала је и трговински дефицит са земљама Европске уније:

„...наднице су у Грчкој расле по стопи од 5% откад је држава увела евро. У истом периоду, извоз у најважније трговинске партнере растао је по стопи од 3,8% што је дупло мање од увоза тих земаља од других трговинских партнера.”<sup>38</sup> Значај плата које у одсуству дискреционе монетарне политике представљају најважнији механизам за прилагођавање инфлације и конкурентности добија на тежини у ситуацији у којој раст плата није усклађен са основним параметрима, посебно са растом продуктивности, и неиздјежно води слабљењу конкурентности и смањењу извоза. Неоспорна је чињеница како Грчка у оквиру монетарне уније, с неконкурентном и непродуктивном индустријом, не може квалитетно парирати већини привреда Западне Европе, што је уз непостојање суверене монетарне политике у условима ниске конкурентности један од главних разлога високог дефицита платног биланса. Закључујемо да, прецизније речено, док земља потенцијални кандидат за Е(М)У не конвергира довољно, у смислу реалних структура привреде, могла би имати више штете него користи од чланства.

#### 4. Закључак

Према теорији ОВП, монетарна унија може бити оптимална ако инструмент девизног курса замијени довољна флексибилност надница, или довољна мобилност рада. Али одржива ће бити само уколико државе чланице успију ускладити своја економска обиљежја. Значај испуњавања критеријума конвергенције (номиналне али и реалне) огледа се у чињеници да се уласком у ЕУ земље приступнице излажу још снажнијој конкуренцији а без могућности унилатералне заштите разним економским инструментима. Тиме би се суочиле са опасношћу да западну у веће проблеме, тј. да имају веће трошкове од користи прихватања заједничке валуте и одрицања од монетарног суверенитета.

Презентована анализа има за циљ стицање сазнања и оцјене степена остварене конвергенције БиХ према Матрихтским критеријумима, које зе-

<sup>38</sup> Oxford Economics: *Is Greece headed to default?*, January 29, 2010., доступно на дан 1. август 2012. [http://www.oxfordeconomics.com/free/pdfs/greece\\_default\(feb10\).pdf](http://www.oxfordeconomics.com/free/pdfs/greece_default(feb10).pdf)

мље кандидати и земље потенцијални кандидати, морају испунити на путу приступања Е(М)У. Будући да су Мастрихтски критеријуми конвергенције прецизније дефинисани од осталих критеријума за чланство, у економској литератури, па и у нашем истраживању, послужили су као синоним за спремност земаља кандидата за приступ у Е(М)У. Резултати истраживања указују на то да захваљујући прије свега, монетарној политици, БиХ већ сада у значајној мјери испуњава већину критеријума конвергенције. Централна банка БиХ која функционише на принципу валутног одбора успјела је очувати монетарну и финансијску стабилност, и у кризним периодима. Будући да постојећи институционални аранжман Централне банке БиХ не дозвољава финансирање буџетског дефицита, монетарни систем БиХ ће имати одређене предности у смислу испуњавања обавеза према Уговору из Мастрихта. За земље у развоју чврсто везивање девизног курса за валуту неког од водећих монетарних ауторитета може представљати добру стратегију у циљу економске стабилизације. Непостојање валутних ризика чини да су учесници на тржишту несвјесни разлика економског стања у земљи која је везала своју валуту у односу на земљу за чију се валуту врши везивање, тако и да услови по којим се задужују ове земље конвергирају. Појавом екстерних шокова, ипак, долази до експоненцијалног раста дисперзије услова финансирања развијених у односу на мање развијене, поготово у земљама које су чврсто везале своје девизне курсеве за валуте неких других земаља. Разлог томе је управо недостатак флексибилности девизног курса, што у условима кризе доводи до ситуације да се негативни ефекти исте у потпуности „преваљују” преко реалног сектора<sup>39</sup>.

Полазећи од ограничења монетарне политике, питања домаће конкурентности и контроле биланса текућег рачуна постају све битнија, као и питање избора режима курса сопствене валуте и њен утицај на раст економије земље. Негативан и растући биланс текућег рачуна представља потенцијалну пријетњу паритету везаних валута, јер врши притисак на међународне резерве Централне банке земље која је прибјегла чврстом везивању девизног курса. Уколико се вањска конкурентност погоршава, водиће до инфлације текућег рачуна до нивоа који се неће моћи финансирати кроз страна улагања и задуживање. Вањска конкурентност земље са фиксним курсом валуте се погоршава уколико је њена стопа инфлације изнад стопе инфлације у земљи из које потиче референтна валута. Наиме, ако би земља по увођењу евра имала вишу стопу инфлације од референтне, током година њен реални ефективни курс би апресирао, и тиме значајно смањио конкурентност привреде што би негативно утицало на платни биланс и, посљедишно на раст спољног дуга.

<sup>39</sup> Ogawa, E., Shimizu J. *AMU Deviation Indicators and Coordinated Exchange Rate Policies under the Global Financial Crisis*. <http://www2.tamacc.chuo-u.ac.jp/keizaiken/discussno125.pdf>

Анализа фискалних критеријума конвергенције који се односе на буџетски дефицит и јавни дуг према БДП, тренутно показује подношљиве резултате за БиХ, јер су одступања од референтних вриједности минимална. Ипак, имајући у виду да кретање нивоа јавног дуга те сервисирање истог директно зависи од степена повећања/смањења БДП-а, извоза и расположивог прихода за сервисирање дуга, одлуке о даљем задуживању ће морати да буду повезане са производним пројектима, или финансирањем пројекта који ће допринијети даљем привредном расту. Специфичност у вези са јавним дугом у БиХ одражава се кроз немогућност да се води активна монетарна политика и политика девизног курса. Имајући претходно у виду, доминантан сегмент управљања јавним дугом припада фискалној политици и политици контроле расхода. Важно је истаћи да ће БиХ у будућности морати ефикасније управљати фискалном политиком, а посебно када се придружи Е(М)У, јер ће монетарна политика тада бити под ингеренцијама Европске централне банке чија ће чланица постати и Централна банка БиХ. У складу са теоријом ОВП, препоручује се да БиХ, тј. институције које управљају њеном фискалном политиком, морају задржати одређени степен флексибилности и аутономије и управљати фискалном политиком (са јасним правилима и буџетским принципом равнотеже у смислу управљања буџетским дефицитом у односу на БДП). Наиме, то ће бити и мандаторно јер ће се морати преузети обавезе дефинисане Пактом о стабилности и расту.

С друге стране стварање погодног инвестиционог окружења и јачање конкурентске позиције требало би представљати главни циљ босанскохерцеговчке привреде и убрзати испуњење критеријума реалне конвергенције. Економски смисао цијелог процеса приближавања јесте остваривање реалне конвергенције, поступног приближавања нивоа дохотка по становнику земаља у региону просјеку земаља чланицама ЕУ. Реалну конвергенцију могуће је остварити само уз дугорочно одрживе високе стопе раста у условима макроекономске стабилности и институционалне ефикасности. Другим ријечима, испуњавање критеријума за приступ ЕУ и ЕМУ нужан је, али не и довољан услов за успјешан привредни развој у дугом року.<sup>40</sup> У условима пасивне монетарне политике, суштинско питање за привреду БиХ, усмјерено је ка подизању спољне конкурентности земље како би се умањило дефицит текућег рачуна. Нужан предуслов за то је прихватљив однос раста продуктивности и прилагођавање плата. Како смо већ навели на примјеру Грчке, уколико бруто плата у главним секторима расте брже од продуктивности у тим секторима, то би могло појачати раст инфлаторних притисака и дестимулисати извоз с једне стране, поспјешивши при томе потрошњу и

<sup>40</sup> Ричка, Ж. *Удаљеност БиХ од ЕУ мјерено ЕУ критеријуми конвергенције*. Сарајево: Revicon, д.о.о.; Економски факултет Универзитета у Зеници. <http://www.icei.epk.ba/admin/dokumenti/4814%20ZELJKO%20RICKA.pdf>

увоз с друге стране, што би у одређеном тренутку могло водити ка неодрживости дефицита текућег рачуна и тиме довести у питање останак аранжмана валутног одбора те паритет између евра и конвертибилне марке.<sup>41</sup>

Једна од главних пријетњи БиХ је и спуштање кредитног рејтинга који утиче на смањење страних директних инвестиција, као и погоршање услова и позајмица од међународних финансијских институција. То такође значи да се уочава већи помак према могућностима задуживања на домаћем тржишту, при чему треба узети у обзир ограничења домаће акумулације капитала. Велики утицај на ниво домаћих инвестиција имају трансфери из иностранства, што значи да економска ситуација у земљама ЕУ, увелико утиче на економска кретања у БиХ. Дакле, можемо закључити да и уз значајан ниво формалног испуњења постављених критеријума конвергенције за приступ ЕМУ, БиХ мора испунити структурне реформе и велики број других економских предуслова да би постигла реалну конвергенцију која је суштинска за постизање користи увођења јединствене валуте.

Јасно је да се наша земља мора фокусирати на своју (не)конкурентност јер је примјер Грчке јасно показао да само увођење евра не рјешава фундаменталне неравнотеже. Дугорочни циљ БиХ огледа се у достизању реалне конвергенције кроз повећање продуктивности и конкурентности. Још једном се наглашава значај вођења ефикасне економске политике БиХ прије уласка у ЕУ и неопходне реформе које ако се спроведу квалитетно како и треба, улазак у еврозону постаће природан корак и средство даље интеграције, а не циљ сам по себи.

## Литература

1. Arghyrou, M. G., Krontonikas, A. The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion. // *European Commission, Economic papers*, 2011.
2. Athanassiou, P. Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU – Some Reflexions. // *ECB, Legal Working Papers Series, No 10*, 2010.
3. Агенција за статистику БиХ. [http://www.bhas.ba/?option=com\\_publicacija&id=2&lang=sr](http://www.bhas.ba/?option=com_publicacija&id=2&lang=sr)
4. Bayoumi, T., B. Eichengreen. Ever Closer to Heaven? An Optimum- Currency-Area Index for European Countries. *European Economic Review*, 41, 1997. <http://www.ecares.org/ecare/personal/sapir/evercloser.pdf>
5. Билас, В. Конвергенција транзицијских земаља према Европској унији. Загреб: Економски преглед, бр. 56, 2005.

<sup>41</sup> Кристић, И. *Одрживост аранжмана валутног одбора у БиХ*. Дирекција за економско планирање Савјета министара БиХ-ДЕП, 2007.



6. Björksten, N. Real Convergence in the Enlarged Euro Area: A Coming Challenge for Monetary Policy. *Bank of Finland, Economics Department, Working Paper 1*, 2000.
7. Berger, H. and Volker N. Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective. *Journal of International Money and Finance*, 27(8), 2008.
8. De Grauwe, P. *Економија монетарне уније*. Нови Сад: Издавачка књи-  
жарница Зорана Стојановића, 2004.
9. De Grauwe, P. *Economics of Monetary Union*. 9.edi.Oxford University Pres,  
2012.
10. De Grauwe, P., Mongelli, F. P. Endogeneities of Optimum Currency Areas.  
*ECB, Working Paper Series, No 468*, 2005.
11. Европска комисија (European Commission).Euro @10: Successes and  
Challenges of the Ten Years of Economic and Monetary Union. *European  
Economy, vol. 2*, 2008.
12. Европска централна банка (ECB). Indicators of Financial Integration in  
the Euro Area. <http://www.ecb.int>
13. Европски статистички завод (Eurostat). [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/  
portal/page/portal/eurostat/home/](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/)
14. Европска централна банка (ECB).. The international role of the euro. 2012  
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>
15. Gaspar, P. Real and Nominal Convergence of Pre-Accession Economies and  
the Choice of Exchange Rate Regime", *International Centre for Economic  
Growth (ICEG) and Budapest University of Economics (BUE)*, Paper present-  
ed on the conference *Alternatives for Exchange Rate Regime in Pre-Accession  
Economies*. Vienna: September 20-21, 2005. [http://www.ecb.int/pub/pdf/  
other/neweumemberstatesen2005en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/neweumemberstatesen2005en.pdf)
16. Haberler, G. The Future of the International Monetary System. *Journal of  
Economics*, 34(3-4), 1974.
17. IMF, Country Report No.10/101, 2010.
18. Kenen, P. *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*. In, 1969.
19. Kowalski, P. Nominal and Real Convergence in Alternative Exchange Rate  
Regimes in Transition Countries: Implications for the EMU Accession.  
*Center for Social and Economic Research, Warsaw*, 2003.
20. [http://www.casesearch.eu/upload/publikacija\\_plik/1708281\\_270.pdf](http://www.casesearch.eu/upload/publikacija_plik/1708281_270.pdf)
21. Кристић, И. *Одрживост аранжмана валутног одбора у БиХ*. Дирекција  
за економско планирање Савјета министара БиХ-ДЕП, 2007.
22. Кругман, П., Обстфелд М. *Међународна економија: теорија и политика*.  
Београд: Дата сагус, 2009.
23. Lopez, C., Papell, D. H. Convergence to Purchasing Power Parity at the Com-  
mencement of the Euro. *Review of International Economics*, 15(1): 1-16, 2007.

24. Michael F, Lončarek D., Curavić I., Šabić A. *Кришеријуми Европске уније с посебним напласком на економске кришеријуме конвергенције - Гдје је Хрватска?// Хрватска народна банка. Повремене публикације, 2005. www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-019.htm>*
25. McKinnon, R. Optimum Currency Areas and the European Experience. 2001. <http://www.stanford.edu/~mckinnon>
26. MacDougall, D. *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*. Luxembourg: ООЕС, 1977.
27. Mundell, A. R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review, Volume 51, Issue 4*, 1961.
28. Николић, Г. Анализа степена испуњености мастрихтских критеријума конвергенције: Србија и земље региона. *Финансије: часопис за теорију и праксу финансија*. 1-6/2011.
29. Noyer, C. Euro area's situation – analysis, challenges and solutions. *Bank for International Settlements*. 2012. <http://www.bis.org/review/r120614b.pdf>
30. Ogawa, E., Shimizu J. AMU Deviation Indicators and Coordinated Exchange Rate Policies under the Global Financial Crisis. 2009. <http://www2.tamacc.chuo-u.ac.jp/keizaiken/discussno125.pdf>
31. Ричка, Ж. Удаљеност БИХ од ЕУ мјерено ЕУ критеријуми конвергенције. Сарајево: Revicon, д.о.о.; Економски факултет Универзитета у Зеници <http://www.icei.epk.ba/admin/dokumenti/4814%20ZELJKO%20RICKA.pdf>
32. Свјетска банка (World Bank). <http://data.worldbank.org/country/bosnia-and-herzegovina>
33. Tavlas, G. S. The Theory of Monetary Integration. *Open Economies Review*, 5.2.,1994.
34. Топић-Павковић Б., Милуновић Д. *Application of principal component analysis in monitoring indebtedness and evaluation of changes in public debt in BiH*. REDETE (Researching Economic Development and Entrepreneurship in Transitional Economies) 2012, Banja Luka, Faculty of Economics, University of Banja Luka, 2012.
35. Вукмирица, В., Шпирић Н. *Економска и монетарна интеграција Европе*. Бања Лука: Економски факултет, 2005.
36. Fratzscher, M., Livio, S. The Political Economy under Monetary Union: Has the Euro Made a Difference? *Economic Policy*, 2009, 24(4)
37. Фуртула, С.. Компатибилност Централне банке Србије са ЕЦБ. *Часопис Банкарство број 7*, 2007, Београд: Удружење банака Србије
38. Zemanek, H., Belke A., Schnabl G. Current Account Balances and Structural Adjustment in the Euro Area. *International Economics and Economic Policy*, 2010, 7(1): 3-127. Доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1593469](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593469)

Љиљана Танасић<sup>1</sup>

## Лан концепт пословања – пут за излазак домаћих предузећа на глобално тржиште

### Lean business concept - a way to access domestic companies in global markets

#### Резиме

Савремени услови пословања довели су до заоштравања конкуренције у истој овој свим врстама дјелатности. Наиме, процес глобализације и интернационализације, као и све интензивнији развој технике и технологија учинили су да је данас многе теже осигурати тржишно постојање и опстанак него што је то раније био случај. Да би били у стању да остану и опстану у тако јусом, висококонкурентном тржишту, предузећа морају усвајати и примјењивати нове – друшачије, одрживе начине пословања, као што је лан концепт управљања пословним операцијама.

У раду ижња је усмјерена на идентификовање основних карактеристика и принципа лан концепта пословања, чија јошва имплементација и дословно практиковање води стицању одрживе тржишне позиције, а чак и стицању конкурентских предности својствених искључиво за предузећа „свјетске класе“. У циљу налагавања корисности и оправданости преласка на лан пословну филозофију у данашњим неизвјесним и турбулентним условима пословања, приказане су и бројне предности предузећа развијених земаља, али и јединих земаља из окружења која су успјешно имплементирала лан начин пословања, односно лан производњу. У раду је, зајим,

<sup>1</sup> Универзитет у Источном Сарајеву, О.Ј. Економски факултет Брчко, ljiljana.tanasic.efb@gmail.com

извршена уопшћена анализа моућности увођења овој начина пословања у босанско-херцеговачка предузећа, као важан услов прилагођавања захтјевима неиздјечној глобалној тржиштини, уз акцентирање одређених користи које би се при томе јавиле, не само за домаћа предузећа, него и за цјелокупну домаћу привреду.

**Кључне ријечи:** леан концепт пословања, леан пословна филозофија, леан предузеће, предузеће „свјетске класе”.

## Summary

*Modern business conditions have intensified competition in almost all areas of activities. The processes of globalization and internationalization, as well as the intensive development of technology, have made it much more difficult for a company to ensure its presence and survival on the market than in years past. In order to secure their existence and survive in such a dense, highly competitive market, companies have to adopt and use new - different, sustainable ways of doing business, such as the concept of Lean Business Operations Management.*

*This paper aims to focus on identifying the key features and principles of Lean Business Concept, whose full implementation and literal application undeniably lead to building a sustainable market positions and even obtaining competitive advantages exclusively inherent to the 'world-class' companies. In order to emphasize utility and feasibility of transition to Lean Business Philosophy in today's turbulent and uncertain business environment, the paper presents a number of advantages of companies based in developed countries as well as in certain regional countries that have successfully implemented Lean Operating Methods, and Lean Manufacturing Techniques. It also provides a general analysis of the possibilities of introducing this way of doing business into Bosnian-Herzegovinian enterprises, as an important condition for the inevitable adjustment requirements of global markets and underlines benefits that emerge in the process, not only for domestic companies, but also for the entire domestic economy.*

**Key words:** Lean Business Concept, Lean Business Philosophy, Lean Enterprise, 'world-class' company.

## Увод

У току протеклих двадесетак година захтјеви глобалног тржишта, укључујући и захтјевније и сензибилније купце, поставили су нове стандарде за успјешно пословање. Наиме, наметнута оштра конкуренција учинила је да

задовољавање потреба и захтјева купаца постане главни услов тржишног опстанка. Успјешно балансирање на тржишту уз повремено достизање завидне конкурентске позиције подразумијева предвиђање и препознавање свих тржишно постављених захтјева, као и благовремено реаговање. Да би били у стању да остану и опстану у тако густом, висококонкурентном тржишту, предузећа широм свијета почињу да трагају и усвајају нове пословне филозофије. Наиме, циљ је био увести такав концепт пословања који ће кроз оптимизацију процеса обезбједити јефтин производ, на вријеме и са најбољим могућим квалитетом. Такав концепт јесте управо леан концепт управљања пословним операцијама. Увођењем леан система пословања успоставља се континуирани процес непрестаног систематског идентификовања и отклањања сувишних појава у пословању предузећа, тј. елиминисање свега што не представља вриједност из перспективе купца. Сљедствено, тиме се значајно редукују трошкови и омогућава постизање малих, али дугорочних финансијских користи, а, такође, стварају се и услови да се на адекватан начин, брзо и успјешно одговори различитим и бројним захтјевима крајњих потрошача, како у погледу ниских цијена, тако и у погледу квалитета, времена и иновација, што, засигурно, представља кључ за достизање дугорочне и одрживе конкурентске способности.

Водећи се наведеним, многа предузећа тежећи статусу „свјетске класе” опредјељују се, управо, за овај концепт пословања, у настојању да се постигне и одржи баланс између квалитетног и правременог задовољавања потреба купаца и сопствене профитабилности. Међутим, са јачањем и интензивирањем процеса глобализације и интернационализације, те убрзаним развојем информационах технологија, долази до заоштравања конкуренције у готово свим врстама дјелатности, и у готово свим дијеловима свијета, тако да напуштање традиционалних и усвајање нових пословних филозофија није више избор и одлука најуспјешнијих, него нужност осигуравања тржишног постојања.

При томе, ипак, треба се напоменути да имплементација и примјена новог, другачијег, савременог система пословања, какав је, заправо, леан, захтјева праву револуцију пословног процеса, што подразумијева потпуно нарушавање постојећег организационог устројства традиционалних предузећа. Ријечју, успјешна примјена ове пословне филозофије незамислива је без тимске организационе структуре, која ће укључити експерте из различитих функционалних области (производња, менаџмент, маркетинг, финансије, рачуноводство, инжењеринг), али и представнике предузећа са којима се сарађује на путу испоруке вриједности купцима. Такође, усвајање леан филозофије пословања намеће потребу за увођењем новог рачуноводственог модела за обрачун и управљање трошковима. Наиме,

леан рачуноводство или рачуноводство тока вриједности (Value Stream Accounting – VSA) прати трошкове по току вриједности, а не по одјељењу или активностима, при чему се рачуноводствене трансакције минимизирају, те се на односни начин омогућава брже добијање кључних информација. Сљедствено, на тај начин леан предузећа су у могућности да, брже него традиционална предузећа, донесу квалитетне пословне одлуке, те на тај начин повећају своју продају, побољшају стратегијски положај и учврсте и ојачају конкурентску позицију.

## 1. Основне карактеристике леан концепта пословања

У савременом пословном окружењу термин леан користи се да означи модерну, успјешну пословну филозофију, односно филозофију која је усмјерена на оптимизирање времена, људских ресурса, средстава и продуктивности, уз истовремено подизање нивоа квалитета производа и услуга за своје клијенте. Наиме, циљ њене примјене јесте да омогући предузећу да, у условима растуће конкуренције, опадања лојалности купаца, константних технолошких иновација, драстичног скраћивања животног вијека производа, оствари задовољавајућу, ако не и водећу, тржишну позицију. Ријечју, појава леан систем пословања није везана за покушај да се у потпуности искоријене традиционални начини пословања, него више представља одговор на немогућност предузећа да опстану на савременом тржишту. Леан концепт управљања производним операцијама полази од идеје да је потребно појачати продуктивне радње производног процеса, а елиминисати „штетне”, те на тај начин пажњу у потпуности усмјерити само на активности које стварају вриједност за купца. Међутим, највећи изазов јесте управо препознати које активности у предузећу јесу продуктивне, а које нису, нарочито уколико су поједине активности саставни дио дугогодишњег, устаљеног начина вођења и управљања пословањем предузећем. Зато је у поступку индентификовања продуктивних радњи и процеса пажњу неопходно усмјерити на купца и његове жеље и потребе. Наиме, све активности које је купац спреман да плати, односно све активности које ће се на одређени начин трансформисати у крајњи учинак представљају активности које додају вриједност производу, док се остале активности сматрају непотребним губитком и времена и ресурса.

Такође, с обзиром да се овај нови начин пословања јавио као одговор за опстанак на непредвидивој, неизвјесној и немилосрдној савременој пословној сцени, инсистира се и на првобитном правилном извођењу сваке продуктивне радње. Нема понављања, нема грешака, све мора да функционише беспријекорно онда када треба и у мјери у којој треба. Елиминисати

све недостатке у пословном систему, сав празан ход, све непотребне, сувишне, непродуктивне активности и запослене, све што ствара трошкове, а не доноси корист, то је суштина леан концепта пословања и управљања савременим предузећем.

Леан пословна филозофија базира се на постулату „пружити више са мање”, односно да се са мање ресурса, инвестиција и трошкова, обезбједе већи квалитет, веће задовољство купаца и већи профит. Наиме, то је дугорочан, континуиран, еволутивни процес промјене и прилагођавања, усмјерен искључиво на задовољство купаца – пружање производа и услуга одговарајућег квалитета, у одговарајућој количини, у одговарајуће вријеме и по одговарајућој (прихватљивој) цијени, уз истовремено елиминисање свега што је непотребно, кроз изградњу чврстих, поузданих и дугорочних односа са запосленима, власницима, снабдјевачима, дистрибутерима, пословним партнерима, купцима, али и са широм друштвеном заједницом и окружењем.

Као савремени концепт управљања пословањем, леан се базира на неколико фундаменталних аксиома (Костић, 2009):

- купац представља есенцијални разлог постојања предузећа и зато треба да се налази у основи свих пословних функција;
- да би се предузеће у потпуности могло посветити купцима и њиховим потребама и жељама мора континуирано елиминисати отпад у свему што ради;
- предузеће постаје организација која учи, стављајући акценат на интелектуални, а не на материјални капитал;
- транспарентност представља оруђе правовременог реаговања и на интерне и на екстерне промјене;
- иновације и постепено, континуирано побољшање постају интегрални дио пословне културе и пословне филозофије савременог предузећа;
- предузеће треба тежити брзим, једноставним и ефективним рјешењима сваког проблема (Keep It Simple Stupid – KISS);
- неопходно је обезбједити да пословни процеси теку глатко и континуирано, јер свака пауза, сваки застој у набавци, производњи или продаји представља губитак и времена и профита;
- предузеће мора инсистирати на креирању квалитета производа већ на самом извору, односно на сваком кораку тока вриједности, у свакој фази пословног процеса, а не на крају процеса производње или продаје;
- примјена одговарајућег система мјерења (као што је нпр. Balanced Scorecard) помаже предузећу и запосленима да остану на правом путу, те да поправе и отклоне све пропусте који ремете или успоравају њихов дотадашњи темпо.

Слиједећи суштину леан пословне филозофије, предузећа која усвоје и на прави начин имплементирају овај концепт пословања у могућности су да „... са мање људског напора, мање залихе и мање времена одговоре на захтјеве купаца, затим, да се са мање времена и мање простора развију тражени производ, као и да произведу производ врхунског квалитета на што ефикаснији и што економичнији начин” (Smith and Hawkins, 2004: 16).

## 2. Фундаменталне карактеристике и принципи леан предузећа

У другој половини 70-их година прошлог вијека ситуација на глобалној сцени почиње значајно да се мијења, индустријска доминантност „водећих свјетских сила” прелази у руке Истока – Азије – Јапана. Почевши са аутомобилском индустријом, затим са електроником, сатовима, челиком, фотографијом, азијски произвођачи проналазе начин за освајање конкурентности у погледу цијене и квалитета, те убрзо постају водећи произвођачи на свјетском тржишту. Слиједећи њихов примјер, енергију и преданост, предузећа широм свијета почињу драматично мијењати сам концепт вођења и управљања пословањем. Управо из тог разлога све чешће се, у литератури и пракси, јавља термин „свјетска класа” (енгл. world class) као синоним за модерну еру пословања.

У тежњи да достигну статус „свјетске класе”, велики број предузећа ослања се управо на леан филозофију пословања. Узимајући у обзир основне поставке, тежње и циљеве ове пословне филозофије истичу се фундаменталне карактеристике леан предузећа, односно предузећа „свјетске класе” (Hall, 2008: 348):

- одржавати стратешку агилност и висок степен флексибилности (врло је важно да топ менаџмент благовремено располаже информацијама о потребама купаца, као и да има позитиван став према самој промјени пословне парадигме);
- третирати све запослене као изузетно вриједан ресурс, стављајући акценат на њихову мотивацију (у циљу подстицања талента, креативности и различитих способности свих запослених; овлашћења о доношењу одлука су делегирана на најниже организационе нивое, што доприноси настанку равне и одговорне организационе структуре);
- настојати у потпуности освојити клијенте (није довољно само задовољити њихове потребе, него их и, изнова и изнова, позитивно одушевљавати и освајати);
- филозофија „купац у фокусу” у потпуности прожима предузећа „свјетске класе” (свака пословна функција у оквиру предузећа настоји задовољити потребе наредне пословне функције и тако све до крајњег купца);



- константно тежити ставу „пружити више са мање”, елиминисати све облике расипања (отпада) и редуковати вријеме производње.

Наиме, на путу ка статусу „свјетске класе”, највећи број предузећа, првенствено, усваја принципе леан система производње (Hall, 2008: 348-450):

- *pull систем обраде* – не стварати серијске залихе полупроизвода у уским грлима производног процеса;
- *савршен квалитет* – лош квалитет је превелики трошак (шкарт, дорада, кашњења, додатне залихе за компензовање дефектних дијелова и сл.) за модерно предузеће<sup>2</sup>;
- *минимизирање отпада* – отпад укључује све облике расипања у погледу финансијских средстава, људског капитала, залиха и основних средстава;
- *редуковање залиха* – за модерно предузеће залихе представљају заробљени капитал, замагљују праве проблеме производног процеса и могу водити хиперпродукцији<sup>3</sup>;
- *флексибилна производња* – акцентирати мањи обим производње ради очувања ефикасности и брзог обезбјеђења високо диверзификоване палете производа;
- *чврсти, устаљени односи са добављачима* – леан систем производње се не ослања на залихе, што значи да било какво кашњење у испорукама, неисправности у сировинама или погрешне испоруке могу директно водити прекиду производње;
- *ишимски рад* – сви запослени представљају драгоцјени дио радног тима модерног предузећа.

Међутим, успјешна имплементација наведених принципа није нешто што се може постићи преко ноћи, нити је то једнократна промјена. У питању је континуирани процес, процес без мировања, пауза – то је „путовање без одређишта”. Али, да би предузеће постало леан, односно да би досегнуло статус „свјетске класе” није довољно обухватити само фазу производње, него је потребно да запослени у свим фазама тока вриједности схвате суштину те пословне филозофије, да је усвоје и доследно примјењују у свакодневном раду, те да и пословни сарадници постану дио те приче. Тако нешто незамисливо је без фундаменталне промјене стила руковођења и управљања предузећем, мјерења перформанси, организационе структуре, корпоративне културе и, најбитније, промјене самог начина размишљања,

<sup>2</sup> Код традиционалних предузећа ови трошкови заузимају око 25% до 35% укупних трошкова производа. С друге стране, предузећа „свјетске класе” базирају своју конкурентност, управо, на квалитету, уз настојање да контролишу и минимизирају трошкове.

<sup>3</sup> Задржавање залиха у леан предузећима траје свега неколико дана, а у појединим случајевима тек неколико сати, што значи да коефицијент обрта залиха на годишњем нивоу износи чак 100.

тзв. „lean thinking”. С обзиром на то да леан производња представља прву генерацију леана, „lean thinking”, односно леан размишљање представља наредну генерацију леана (El-Homsi and Slutsky, 2010). Ријечју, леан начин размишљања омогућава да се основни принципи леана пренесу из производње на све остале сегменте пословања, као што су: развој нових производа, продаја и маркетинг, куповина и планирање материјала – сировина, дистрибуција и логистика, и финансије (Burton and Boeder, 2003). Јер сама суштина опстанка у савременом, турбулентном пословном амбијенту наглашава значај компактности, усклађености и посвећености свих нивоа и свих организационих дијелова унутар савременог предузећа, укључујући и њихове добављаче, а наравно и купце. Сљедствено, принципи леан система производње прерађују се у слиједећих пет принципа леан начина размишљања (Womack and Jones, 1996):

- *дефинисајте вриједности* из перспективе купца,
- *идентификујте ток вриједности* за сваки производ који представља вриједност (са становишта купца) и елиминисати све активности, у оквиру тог тока, које не додају вриједност,
- *обезбиједите континуирани проток* производа кроз утврђени ток вриједности,
- *имплементирајте pull систем* производње диктиран од стране купца,
- *ижејте ка савршенству*, тако да број корака, дужина времена и количина информација потребних за успјешно задовољавање потреба купаца континуирано опадају.

Увођењем леана у сваку пору проширеног ланца вриједности долази до редуковања трошкова, генерисања капитала, повећања обима продаје и, сљедствено, одржавања конкурентности на растућем, глобалном тржишту. Нови начин размишљања омогућио је да леан пословна филозофија буде примјенљива не само у производним предузећима, него и у услужним предузећима, непрофитним организацијама, па чак и у државним институцијама. Наиме, свака дјелатност, услужна или производна, може се посматрати као процес који има улаз (сиrovина, информација, пацијент, па и студент и слично) и одговарајући излаз (готов производ, извршена услуга, задовољан пацијент, свршени студент, итд.), што из перспективе леан концепта пословања представља ланац вриједности који садржи активности које доносе или не доносе вриједност крајњем производу, тј. учинку.

На тај начин истиче се основно обиљежје леан организације, а то је да леан организација представља организацију која је максимално ефективна у ономе што ради, што значи минимум потребних ресурса, с једне стране, и најбољи могући квалитет производа или услуге, с друге стране.

## 2.1. Имплементација леан концепта пословања

Разлике између традиционалних и леан предузећа на најбољи начин осликавају пут трансформације које предузеће мора прећи да би добило статус „свјетске класе” (табела 1).

Табела 1: Од итрадиционалној иредузећа до иредузећа „свјетске класе”

	Традиционално предузеће	Леан предузеће
Циљеви предузећа	Побиједити конкуренцију	Придобити купце
Култура руковођења	Ријешити проблеме	Спријечити проблеме
Приоритети	Резултати	Резултати и процеси
Процедуре	Статичне	Динамичне
Запослени	Трошак и невоља	Потенцијал и могућности
Опрема (машине)	Скупа, специјализована	Мала и високо флексибилна
Рјешавање проблема	„Ко је крив” Кризе	„Шта је рјешење” Извор побољшања

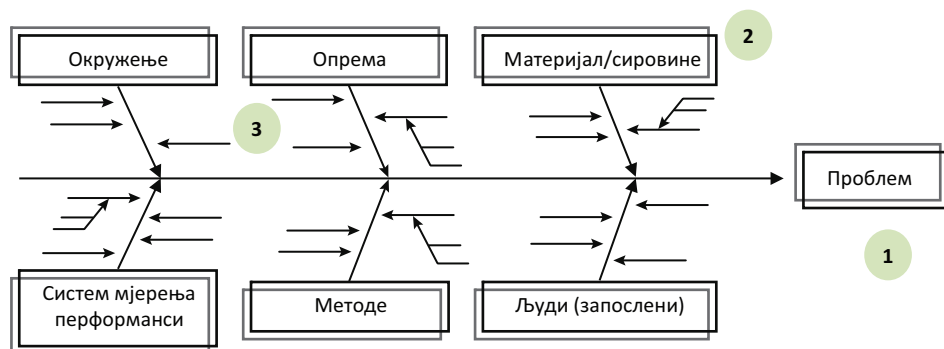
Извор: Приморац, Жарко. *Повећање конкурентности хрватској пољопривредној индустрији: метода 20 кључева*. (2005). URL: <http://www.microsoft.hr/dpp/ppt/4%20-%20Zarko%20Primorac.ppt> (10.11.2012.)

Међутим, није довољно само увести леан технике и принципе у предузеће и очекивати успех. Оно што је потребно јесте поставити их као темеље цјелокупног пословања, учинити да леан постане начин живота предузећа, али и свих запослених. У просјеку цјелокупан процес имплементације траје пет година (McGivern and Stiber): *ирих шест ијесеци* – изградња организационе свијести; *друих шест ијесеци иа све до краја друе иодине* – креирање нове организације; *иоком ипреће и чеиврише иодине* – усклађивање система; *иетиа иодина* – комплетирање трансформације.

С обзиром на то да је у питању врло дуг и захтјеван пут, који изискује доста напора, ангажовања и труда, првенствено је потребно идентификовати кључне тачке које коче процес трансформације (да ли су то постојећи процеси, расположива опрема, сами запослени или је у питању нешто друго)<sup>4</sup>. Уколико се тешкоће за прелазак из традиционалног у леан предузеће дефинишу као проблем, примјеном *Root Cause Analysis* (5Whys) могу се открити прави (корјенити) узроци постављеног проблема. У циљу визуелне илустрације ове анализе (слика 1) користити се тзв. *Ishikawa Diagram* (Cause-and-Effect Diagram или Fishbone Diagram). На тај начин, поставља-

<sup>4</sup> Најновија истраживања, у око 1.000 предузећа широм свијета, су показала да су највеће препреке, које треба превазићи при увођењу леан принципа, везане за људски фактор: отпор према промјенама, враћање старим путевима у рјешавању проблема, недовољно познавање леан принципа и неуједначен приступ унутар руководећег кадра према увођењу леана. (Званични сајт консултантске куће „BizConnent7”.)

њем довољног броја питања (у просјеку по пет „зашто“ за сваки постојећи сегмент) расвјетљавају се праве препреке на које предузеће треба усмјерити своју пажњу на путу успјешне имплементације леан концепта пословања.



Извор: Abilla, Pete. Ask „Why” Five Times About Every Matter. (2007). URL: <http://www.shmula.com/ask-why-five-times-about-every-matter/382/> (15.11.2012.)

Слика 1. Идентификовање њрепрека ѡранзиционој ѡроцеса

Такође, с обзиром на то да купац представља и полазну и завршну тачку пословања предузећа, једини дугорочни начин да се одговори на све изазове модерног купца, јесте да се постигне максималан ниво производне флексибилности, односно флексибилности пословања. Акцент се ставља на висок степен аутоматизације (и на нивоу производње и у оквиру административних активности). Наиме, тежећи статусу „свјетске класе” предузећа теже компјутерски интегрисаном систему производње који обезбјеђује бржи развој висококвалитетних производа, краћи производни циклус, редуковане трошкове производње и брже вријеме испоруке.

С друге стране, значајне промјене у организационим (структуралним и процедуралним) активностима предузећа, захтијевају другачији рачуноводствени систем управљања трошковима, односно напуштање традиционалних рачуноводствених система обрачуна трошкова и прелазак на леан рачуноводство. Наиме, леан рачуноводство је дизајнирано тако да, у складу са свим изазовима које савремено пословно окружење носи са собом, одговори на постојеће рачуноводствене захтјеве у амбијенту леан производних система. Његова основна предност у односу на све претходне системе обрачуна трошкова, јесте праћење и обрачун трошкова тока вриједности, а не њихово сагледавање по одјељењима или активностима. Доста је једноставно за примјену и разумљиво за све запослене у предузећу, а такође, има и уграђен леан начин размишљања у сам контролни систем пословног процеса. Промјена начина додјељивања трошкова, повећање прецизности обрачуна трошкова производа, смањење потребе за алоцирањем трошкова

сервисних центара, мијењање понашања и релативног значаја трошкова директног рада, елиминисање потребе за сувишним трасакцијама итд., води, у цјелини „... поједностављивању рачуноводствених система управљања трошковима и истовремено повећавају тачност добијених информација о трошковима” (Јаблан Стефановић, 2009: 391). Наиме, акценат је на располагању правим информацијама и њиховом анализирању у право вријеме, јер је то, без сумње, непроцјењива конкурентска основа за управљање промјенама у савременом пословном свијету и за обезбјеђивање ефикасног и ефективног остваривања циљева предузећа. Такође, поред рачуноводственог и контролног система, услед измијењене – активније улоге запослених, коришћења модерних производних и информационих технологија, мултидисциплинарности, као и интегрисања са активностима добављача, и сам систем мјерења перформанси захтијева промјене. Наиме, слиједећи став о непрекидном континуираном побољшању, у леан предузећима, сви запослени постају одговорни за унапређење пословања на одговарајући систематичан начин. Постизање максималне профитабилности постаје директно условљено остваривањем максималног протока производа кроз ланац вриједности покренут од стране купца, чиме се обезбјеђује континуирана усредсређеност на главни циљ леан концепта пословања – стално радити на побољшањима, уз елиминисање свега што је непотребно и сувишно.

Међутим, чињеница је да се предузећа међу собом разликују, што значи да се успјешна имплементација леан концепта не може само прекопирати из једног система у други. Не постоји универзални модел имплементације које гарантује успјех за сва предузећа. Као путоказ за увођење леан система производње и, уопште, леан начина размишљања, предузећа могу користити стручну литературу или пак искуства других предузећа из исте области, али потпуна плодносна имплементација зависи од специфичности конкретног предузећа, те креативности, спремности и ангажованости свих запослених.

## 2.2. Примјена леан концепта пословања у развијеним земљама и појединим земљама из окружења

Леан систем производње се претежно користи у аутомобилској индустрији, одакле и вуче своје коријене: „Toyota Motor Company” – *Toyota Production System* (Јапан), „Ford Motor Company” – *The Ford Production System* (САД), „Chrysler” – *Chrysler Operating System* (САД), „Porsche” – *The Porsche Improvement Process* (Њемачка), „General Motors”, односно „NUMMI” (САД).<sup>5</sup> Ове аутокомпаније су своју пажњу усмјериле на елиминисање

<sup>5</sup> Подаци преузети са: Development Dimensions International (McGivern and Stiber)

цјелокупног производног вишка, мотивисање запослених кроз делегирање овлашћења и редуковање залиха само на неопходни минимум. На тај начин су створили мултиквалификовану радну структуру, обезбједили додатна финансијска средства (кроз ослобађање заробљеног капитала у залихама) и ускладили своју понуду са тражњом, спречавајући да гомилање производа по складиштима доведе до пада тражње и пада цијена готових производа.

Међутим, временом, леан концепт пословања прелази и у друге индустрије: „Fuji Electric Group” – производња индустријских машина (Јапан), „Toyoashi Shipbuilding Co. Ltd” – бродоградња (Јапан), „Showa Manufacturing Co. Ltd” – производња радијатора и котлова (Јапан), „General Electric” – мултинационални конгломерат (САД), „Pratt & Withney” – производња авионских мотора (САД), „Wiremold Company” – системи за телекомуникационо повезивање у пословним центрима (САД), „LifeScan Inc.” – електронска индустрија (САД), „Lantech Corporation” – производња машина за паковање (САД), „Southwest Airlines” – авиокомпанија (САД), „Nucor Steel” – жељезара (САД), „Rockwell Collins” – производња комуникационих уређаја и авијацијске електронике (САД)<sup>6</sup> итд. Најбољи начин да се уоче користи које су ова предузећа имала примјеном леан концепта пословања јесте кроз презентацију података неких од њих, прије и неколико година након увођења леан система производње:

Табела 2. Преглед података леан предузећа

„Wiremold Company”	Прије увођења леана	Пет година након увођења леана
Вријеме пријема и испуњења наруџбе	више од 1 недеље	мање од 24 часа
Вријеме набавке сировина	4-6 недеља	1-2 дана
Продаја по запосленом	90.000,00 \$	180.000,00 \$
Број добављача	320	73
Обрт залиха	3,4	15,0
„Lantech Corporation”	Прије увођења леана	Пет година након увођења леана
Вријеме развоја новог производа	3-4 године	1 година
Број кварова по машини	8	0,8
Залихе	2,6 милиона \$	1,9 милиона \$
Lead time	4-20 недеља	1-4 недеље

<sup>6</sup> „Rockwell Collins” је увођењем леан система производње повећао продуктивност за 25%, смањив залиха за 46% и повећао администрацијску продуктивност за 70%. (Видаковић, 2009)

„Pratt & Withney“	Прије увођења леана	Три године након увођења леана
Оперативна добит	283 милиона \$ (губитак)	530 милиона \$ (добитак)
Вријеме продуктивности	10 дана	75 минута

Извор: McGivern, Michale H.; Stiber, Alex. *Lean Manufacturing Techniques*. Development Dimensions International. URL: [http://www.ddiworld.com/DDIWorld/media/white-papers/leanmanufacturingtechniques\\_wp\\_ddi.pdf?ext=.pdf](http://www.ddiworld.com/DDIWorld/media/white-papers/leanmanufacturingtechniques_wp_ddi.pdf?ext=.pdf) (01.12.2012.)

Наведена предузећа успјела су великим дијелом да избјегну последице свјетске економске кризе управо захваљујући својој економичности, флексибилности и тачности. За разлику од предузећа која, у периоду рецесије када потражња опада, нису пратила потребе потрошача (па су се убрзо суочила са проблемом гомилања залиха за које немају тржиште), леан предузећа су, због својих карактеристика, била у могућности да у потпуности апсорбују велики пад тражње.

Захваљујући резултатима пословања леан предузећа, ова пословна филозофија почиње да се примјењује и у војној индустрији. Међутим, потребно је нагласити да леан концепт има изузетно запажену експанзију у медицинским установама. На тај начин се, кроз скраћивање времена припреме операционих сала, увођења програма одржавања укупне продуктивности (Total Productive Maintenance – TPM) у области одржавања скувих апарата за дијагностику и кроз рентабилно наручивање одређених медикамената, елиминишу губици, смањују трошкови и вријеме чекања пацијената.

Међутим, оно што је важно напоменути јесте да су се поједине методе и технике леан концепта пословања (акцентирајући при томе „Kaizen“) почеле успјешно примјењивати, не само у америчким и западноевропским предузећима, него и у предузећима југоисточне Европе (као што је нпр. „Japan Tobacco International“ Букурешт, Румунија).

Слиједећи примјере и искуства развијених земаља, леан концепт пословања (мада у знатно мањој мјери) долази и на наше просторе, тачније у наше окружење.

У мају 2006. године „Japan Tobacco International“ (JTI)<sup>7</sup> купио је фабрику Дуванска индустрија Сента, што представља прву директну јапанску инвестицију у Србији. Иако је за потпуну примјену „Kaizen“ потребно 10 до 15 година, убрзо након преузимања, имплементација „Kaizen“ технике пословања, 5S методологије, стандардизације рада, визуелног менаџмента и других повезаних метода и техника довела је до значајних резултата (подаци из

<sup>7</sup> JTI је међународни огранак компаније „Japan Tobacco Inc.“, трећег највећег играча у дуванској индустрији. Компанија је основана 1999. године. Према подацима из 2008. године, заузимала је учешће од 11% на глобалном тржишту и била једна од 100 најпрофитабилнијих компанија у свијету. Подаци преузети из: *Економист бр. 449/450(2008)*.

2008. године):<sup>8</sup> повећање продуктивности за 50%, смањење шкарта за 46%, повећање техничке ефикасности за чак и до 40%, значајан раст мотивисаности, ангажованости и лојалности запослених<sup>9</sup>, проширење тржишта на територију Босне и Херцеговине, Македоније и Црне Горе. Слиједи при-мјер „JT International” Сента, и друга предузећа у Србији (као што су нпр.: „Fiat Automobili Srbija – FAS” Крагујевац, Концерн „Бамби-Банат” Београд, „Тигар” Пирот и „Carlsberg Srbija” Челарево)<sup>10</sup> разматрају усвајање и при-мјену неких од леан метода и техника у циљу смањивања оперативних тро-шкова и повећања општег квалитета пословања.

У току протеклих неколико година ова савремена пословна филозофија доспјела је и на подручје Хрватске у виду тзв. методе 20 кључева. Сушти-на ове методе јесте да су леан принципи, методе и технике подијељене у 20 корака (кључева), како би се што успјешније обезбједило оперативно управљање и реорганизација вођења предузећа, као неопходан услов оп-станка на глобалном тржишту. У жељи да искористе предности новог по-словног концепта и осигурају свој тржишни опстанак, имплементација ме-тоде 20 кључева започета је и у неколико хрватских предузећа, као што су: „Brodotrogir” (Трогир), „AutoZubak” (Велика Горица), „Dalekovod” (Загреб), „Coca-Cola HBC Hrvatska” (Загреб) и „Automobilski Cluster Hrvatske”.<sup>11</sup>

Поједини сегменти леан концепта пословања, кроз метод 20 кључева или кроз индивидуалну примјену леан принципа и техника (путем сарад-ње са иностраним предузећима), нашли су пут и до предузећа у Словенији, Македонији и Црној Гори.

### **3. Анализа могућности увођења леан производње у босанскохерцеговачка предузећа**

За разлику од предузећа земаља из окружења, босанско-херцеговачка предузећа до сада нису предузимала неке значајније кораке ка имплементацији леан концепта пословања. Међутим, с обзиром на то да савремено по-словно окружење, као и динамично глобално тржиште постаје неизбјежна стварност, предузећа у Босни и Херцеговини морају се озбиљно позабавити питањем свог дугорочног опстанка и развоја.

Иако на први поглед дјелује да земља која се у финансијском, економ-ском, привредном, па чак и сваком другом погледу, није у потпуности опо-равила од протеклог грађанског рата, као и да је постојећа свјетска криза

<sup>8</sup> Исто

<sup>9</sup> У току 2008. године од 240 сугестија радника прихваћено је, имплементирано и стандар-дизовано 148.

<sup>10</sup> Подаци преузети: Милосављевић, 2009.

<sup>11</sup> Подаци преузети са: званични сајт „TEMPUS project MAS – PLM”.



додатно отежала односни опоравак, нема ни снаге ни средстава да уводи принципе, технике и методе савременог пословања, искуство Јапана и говори управо супротно. Леан систем производње (тачније Toyota Production System - TPS) развијен је из, тако рећи, нужде и у условима кризе која је захватила Јапан после II свјетског рата. Ограничени ресурси „натјерали” су „Toyota” да елиминише све облике расипања и пронађе начин да „са мало пружи много”. Примјер „Toyota” показује да леан концепт пословања није привилегија развијених земаља, него, управо нужност опстанка на тржишту. Сљедствено, кризу у нашој земљи не би требало схватити као препреку него као прилику за увођење принципа леан система производње у пословање домаћих предузећа. Неколико чињеница подржава наведени став:

- леан програми пословања не захтијевају велика финансијска средства (финансијске инјекције) и углавном се могу самофинансирати;
- врло брзо долази до побољшања новчаног тока, што је од изузетне важности у условима када је кредитирање драстично ограничено;
- достизањем малих, али дугорочних финансијских користи, ствара се одржива, дугорочна конкурентска позиција.

Повољна чињеница је да у Босни и Херцеговини послују, углавном, средња и мала, те микро предузећа. По правилу, ова предузећа су знатно флексибилнија на захтјеве тржишта и лакша за трансформацију пословања и пословне филозофије у односу на индустријске гиганте, па се може рећи да она представљају адекватно тло за успјешну имплементацију леана.

Стављање купца у фокус пословања захтијеваће корјените промјене у пословним процесима, у организационој структури, у рачуноводству и свим другим дијеловима предузећа, али првенствено ће захтијевати промјене у пословној култури и односу према запосленима. Леан концепт пословања акценат ставља на људски ресурс. Запослени нису трошак него „конкурентско оружје”. Стварање пословног окружења гдје се запослени осјећају као највреднији ресурс, гдје се њихове идеје, иницијативе и залагања подржавају, подстичу и додатно награђују и гдје не постоји свакодневни страх од губитка радног мјеста, представља суштину леан културе пословања. Неизоставни дио те приче је и стандардизација радног процеса, као и повезивање система накнада са мјерењем перформанси. Стандардизација је темељ леан концепт и уколико она не постоји врло је тешко разграничити који запослени посао обављају исправно, а који не. Сљедствено, стандарди омогућавају дефинисање најбољег начина извршавања поједине активности и представљају одскочну даску за њихова даља унапређења и побољшања. С друге стране, директно везивање зарада запослених за њихове резултате и залагања доприноси стварању тзв. леан радника. Међутим, потребно је напоменути да то не значи да ће запослени бити кажњен (смањивање

плате или губитак радног мјеста), уколико нова акција не испуни постављена очекивања.<sup>12</sup> За разлику од наших (традиционалних) предузећа, гдје је овакав начин „кажњавања” запослених главни разлог њихове пасивности, леан предузећа подстичу било какав вид залагања, јер мали кораци воде великим резултатима. Увођењем леан начина мишљења и леан понашања запослени на свим организационим нивоима ће бити у могућности да без икаквог страха и ограничења дају свој максимум и да се усредсреде на континуирано побољшавање свог рада, а тиме и на побољшање перформанси предузећа и постизање конкурентске предности.

Међутим, не смије се заборавити да је прави изазов уочити све непотребне активности и све врсте отпада које оне са собом носе, управо из разлога што за већину традиционалних предузећа оне представљају саставни дио свакодневнoг пословања, нешто што се сматра нормалним и неопходним у пословном процесу. Зато је неопходно да надлежни руководиоци у босанскохерцеговачким предузећима (Chief Executive Officer – CEO), као главни носиоци корјених промјена, у потпуности упознају и разумију леан концепт пословања, односно да схвате његову суштину. На тај начин ће се избјећи ситуације спорадичне примјене леан принципа и поступака које, засигурно, воде неуспјеху. Наиме, стицање статуса „свјетске класе” (или блаже речено кретање ка добијању форме леан предузећа) подразумијева континуирану примјену леан принципа, метода и техника у свим процесима, успостављање тимског рада, улагање у запослене (континуирано едуковање и развијање различитих вјештина и способности), и, сљедствено, успостављање кооперантске организационе културе. Међутим, мора се напоменути да чак и уколико се CEO одлучи на овакву радикалну трансформацију пословања врло је битно да у томе истраје, као и да покаже и докаже свим запосленима да то није само у интересу предузећа, него и њих самих. Учествовање на семинарима, праћење стручне литературе, анализирање искустава предузећа која су успјешно имплементирала леан концепт пословања или ангажовање консултантских кућа које нуде адекватна рјешења за успјешну имплементацију, омогућиће руководиоцима домаћих предузећа да стекну потпуну слику о предностима које односни начин пословања доноси и да без страха (од наношења штете предузећу) крену у том смјеру. Са друге стране, на овакав начин поткован CEO може да увјери запослене да нови начин пословања акценат ставља на континуирану уштеду и повећање квалитета, управо са расположивим ресурсима, а не на отпуштање запослених или повећање продуктивности набављањем нових, скупих, технолошки напреднијих машина. Узимајући у обзир напријед истак-

<sup>12</sup> При томе се не мисли на неке радикалне акције, него, управо у складу са суштином lean-а, на промјене које се, ако не донесу жељене резултате, могу брзо вратити на претходно стање.

ноте користи за предузећа која су увела леан концепт пословања, односни начин отпочињања имплементације у домаћим предузећима, несумњиво, ће водити:

- елиминисању активности које не додају вриједност, а троше ресурсе,
- смањењу капитала везаног у залихама,
- побољшању квалитета производа,
- побољшању проточности процеса и
- правремености испорука.

#### **4. Користи од увођења леан концепта пословања у домаћа предузећа**

С обзиром на то да имплементација леан система производње води елиминисању непотребних трансакција, дефектних производа, шкарта, повећању новчаних средства путем смањивања залиха или додатним коришћењем расположивог капацитета, затим, достизању траженог квалитета производа кроз његово успостављање још у самој фази припреме процеса производње, *домаћа предузећа* могу стећи супериорност у односу на конкуренцију. Наиме, привлачењем и освајањем значајнијег броја купаца у односу на друга предузећа у оквиру исте гране пословања, предузеће ствара себи шансу за дугорочни опстанак, првенствено на локалном, а затим и на ширем тржишту. У оквиру таквог предузећа, радници ће бити више мотивисани и ангажованији у извршавању радних задатака. Сигурност у погледу радног мјеста, обављање разноврсних послова (за разлику од постојеће монотоније при обављању једног специфичног, простог задатка), учествовање у семинарима, курсевима, тренинзима и другим облицима интелектуалног и физичког усавршавања, као и активно укључивање у рјешавање констатованих проблема, овлаштење за доношење одлука и слично, учиниће да се изгуби дугогодишњи статус простог извршиоца. Запослени ће постати интегрални, незамјенљиви дио предузећа, односно дио тима у чијем је интересу, такође, да предузеће опстане и развија се, што значи да ће они непрекидно радити на побољшању његових перформанси у циљу континуираног прилагођавања све изражајнијим и захтјевнијим потребама тржишта.

Увођење и примјена леан система пословања у босанскохерцеговачким предузећима биће од великог значаја и за њихове *куйце*. Концепт у чијем се центру налази купац отвориће могућност да њихове потребе буду измирене у правом тренутку и на прави начин. Наиме, акценат ће бити на задовољавању потреба купаца у погледу разноврсности, квалитета, али и у погледу

цијена. Познато је да је задовољан купац лојалан купац, а лојалан купац је главна карика тржишног опстанка на локалном, али и на глобалном нивоу.

Такође, с обзиром на то да је суштина новог концепта пословања ефикасно и ефективно коришћење ограничених домаћих ресурса, без сумње, може се рећи да би имплементација леан начина пословања допринијела и развоју *босанскохерцеговачке привреде* у цјелини. Домаћа предузећа која крену путем леана морају успоставити другачије односе са добављачима и другим пословним партнерима, наравно укључујући и купце, чиме би се омогућило ширење леан филозофије. Леан начин рада захтијева правовремене испоруке од стране добављача, у малим количинама, одговарајућег квалитета. То значи да би и сами добављачи морали направити неке измјене у свом досадашњем начину пословања. Наиме, пословни партнери будућих домаћих леан предузећа, кроз различите видове сарадње и заједничких акција, такође ће се почети укључивати у леан концепт пословања и примјењивати нове принципе, методе и технике. И што је најбитније, у таквом окружењу, купци ће моћи поставити оштрије захтјеве у погледу карактеристика, квалитета, цијена и рокова испоруке, те подстаћи здраву конкуренцију, односно бити подстицај за континуирани развој и напредовање *босанскохерцеговачке привреде*.

## Закључак

Опстанак у новонасталом, изузетно динамичном, крајње неизвјесном, глобалном, мрежном пословном окружењу, гдје не важе линеарно устројена предвиђања и правила, постаје право умјетничко дјело. Наиме, у оваквим нетрадиционалним конкурентским условима, гдје купац добија почасну улогу, традиционални начини пословања (гдје се прво креира понуда, па онда тражи одговарајуће тржиште) не могу осигурати заузимање и одржавање дугорочне водеће, или бар задовољавајуће, тржишне позиције. У таквој ситуацији, предузећа се у потпуности окрећу ка што квалитетнијем задовољавању потреба својих потрошача, односно потрошач постаје стожер успјеха и услов постизања и одржавања конкурентности. Купац добија улогу главног покретача иновативних активности предузећа, јер менаџмент је сада у сталној потрази за новим начинима снижавања трошкова, побољшања квалитета, повећања поузданости производа, унапређења цјелокупног система испоруке, па чак и континуираног развоја нових производа који ће боље одговорити захтјевима купца. На тај начин, са промјеном правила и услова пословног окружења намеће се и потреба за новом пословном филозофијом. Иако, на први поглед, промјена дотадашњих традиционалних приступа организовању и управљању пословањем, за пословни свијет

дјелују, у одређеном степену, застрашујуће, новине у погледу заједничког, синхронизованог, јединственог и једносмјерног циљног тимског рада свих организационих сегмената предузећа, на којима се леан концепт пословања базира, су, заиста, задивљујуће.

Међутим, не смије се изгубити из вида да леан концепт представља дуго-рочну пословну оријентацију и да је потребно доста упорности и стрпљења прије него што финансијске погодности за предузеће постану очигледне. Наиме, првенствено је потребно радити на елиминисању расипничких активности, те на тај начин створити додатне расположиве капацитете, који ће резултовати смањењем општих трошкова, повећањем профитабилности и, сљедствено, повећањем новчаног тока, односно повећањем добити предузећа. Нажалост, с обзиром на постојеће финансијско и економско стање у нашој земљи, руководиоци великог броја домаћих предузећа (мада би се могло рећи и свих босанско-херцеговачких предузећа) фаворизују краткорочне резултате, јер нису сигурни у свој дугорочни опстанак, и, сљедствено, већ на почетку, могу занемарити све потенцијалне дугорочне користи и одбацити идеју о увођењу новог концепта пословања, те на тај начин пропустити шансу за опстанак и улазак на глобално тржиште.

Зато је потребно нагласити да иако леан начин пословања захтијева својеврсну реорганизацију пословања и напуштање „стarih навика“, као и, на први поглед, одређено повећање трошкова предузећа, користи од увођења ове пословне филозофије засигурно надмашују све напоре и све трошкове њене имплементације и примјене. Наиме, уз мања улагања, већи радни учинак, већу ангажованост запослених, предузеће постаје способно да обезбједи производ високог квалитета – „по мјери“ купца, те да држим реаговањем на промјене у захтјевима тржишта, искористи и овлада изазовима савременог, глобалног, високо захтјевног пословног амбијенат и на тај начин поправи своју профитабилност и осигура своју конкурентност.

## Литература

1. Abilla, P. Ask „Why” Five Times About Every Matter. 2007 URL: <http://www.shmula.com/ask-why-five-times-about-every-matter/382/> (15.11.2012.)
2. Baggaley, B., et al. *Lean Accounting: Best Practices for Sustainable Integration*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007.
3. *BizConnect7: Access to Bussiness*. URL: [http://www.bizconnect7.com/lean\\_s.html](http://www.bizconnect7.com/lean_s.html) (15.11.2012.)
4. Burton, T. T., Boeder, S. M. *The Lean Extended Enterprise: Moving Beyond the Four Walls to Value Stream Excellence*. Boca Raton: J. Ross Publishing. Inc., 2003. (elektronsko izdanje)

5. Видаковић, Т *Рецепти за елиминисање сувишних процеса, широкоста и радњи у пословању.* (2009). URL: [http://liderpress.hr/arhiva/76114/\(01.12.2012.\)](http://liderpress.hr/arhiva/76114/(01.12.2012.))
6. DeBusk, G. K., Killough, L. N., Brown, R. M. Financial Measures Bias in the Use of Performance Measurement Systems. // *Advances in Management Accounting.* Elsevier Ltd. 14(2005), pp. 61-89.
7. El-Homsi, A., Slutsky, J. *Corporate Sigma: Optimizing the Health of Your Company with Systems Thinking.* New York: Productivity Press, Taylor & Francis Group. 2010.
8. Јаблан Стефановић, Р. Рачуноводство трошкова као информациона основа управљања предузећем. // *Зборник радова са 40. Симпозијума.* Златибор: СРП Србије, 2009. стр. 373-398.
9. Костић, М. *Радионица (workshop) – Како да посиланење најбоља компанија у Србији?* (2009). URL: <http://www.poslovnaznanja.com/objavljeni-avtorski-tekstovi/profit/17-najbolje-kompanije-u-srbiji-kako-postati-najbolji.htm> (01.12.2012.).
10. Kumar, S, Meade, D. *Financial Models and Tools Managing Lean Manufacturing.* New York: Taylor & Francis Group. 2007.
11. Maskell, B. H., Baggaley, B. *Practical Lean Accounting: A Proven System for Measuring and Managing the Lean Enterprise.* New York: Productivity Press. 2004. (електронско издање)
12. Милосављевић, Данијела. *Утицај економске кризе на пословање компанија у Србији – урожена ликвидносћ.* (2009). URL: <http://www.ekarija.com/website/bih/page/231386> (23.11.2012.)
13. McGivern, M. H., Stiber, A. *Lean Manufacturing Techniques.* Development Dimensions International. URL: [http://www.ddiworld.com/DDIWorld/media/white-papers/leanmanufacturingtechniques\\_wp\\_ddi.pdf?ext=.pdf](http://www.ddiworld.com/DDIWorld/media/white-papers/leanmanufacturingtechniques_wp_ddi.pdf?ext=.pdf) (01.12.2012.)
14. Новићевић, Б. Леан системи производње као изазов управљачком рачуноводству. // *Зборник радова са 12. Конференца,* Теслић: СРП РС, 2008. стр. 113-123.
15. Приморац, Ж. *Повећање конкурентносћи хрвајској послодавца: метода 20 кључева.* (2005). URL: <http://www.microsoft.hr/dpp/ppt/4%20-%20Zarko%20Primorac.ppt> (10.11.2012.)
16. Секерез, В. Изазови обрачуна трошкова у условима леан производног окружења. // *Зборник радова са 40. Симпозијума.* Златибор: СРП Србије, 2009. стр. 311-334.
17. Smith, R., Hawkins, B. *Lean Maintenance.* Oxford: Elsevier Inc. 2004.
18. „TEMPUS project MAS – PLM” URL: [http://www.master-plm.net/phocadownload/userupload/6.1-20\\_Leан\\_2010\\_Web.pdf](http://www.master-plm.net/phocadownload/userupload/6.1-20_Leан_2010_Web.pdf) (29.11.2012.)

19. Увек може доље: Каизен, јапанска пословна филозофија. *Економист* бр. 449/450(2008). URL: [http://www.emportal.rs/data/File/Prilozi/449-450\\_dodatak\\_Kaizen\\_menadzment.pdf](http://www.emportal.rs/data/File/Prilozi/449-450_dodatak_Kaizen_menadzment.pdf) (10.11.2012.)
20. Hall, J. A. *Accounting Information Systems*. Ohio: South-Western. 2008.
21. Wilson, Lonnie. *How to Implement Lean Manufacturing*. New York: McGraw Hill. 2010.
22. Womack, J. P., Jones, D. T. *Lean Thinking – Banish Waste and Create Wealth in Your Corporation*, New York: Simon&Schuster Inc. 1996.

