

IZLAZI IZ TRANZICIONIZMA

Sažetak:

Srbija je jedan od velikih gubitnika globalizacije. Razlozi za to se mogu pronaći delom u nerazumevanju geopolitičkih trendova od strane političke elite na startu tranzicije a delom u suštinskom, sistematskom i kapricioznom delovanju geopolitičkog faktora ne samo protiv interesa, već i protiv državnosti Srbije.

Početakom 2008. godine privreda Srbije se nalazi pred recesijom. Rast se usporava, inflacioni pritisak se povećava a konjunktura na tržištu kapitala opada. U pitanju nije recesija konvencionalnog tipa uslovljena krizom hiperprodukcije, već tranziciona recesija uslovljena krizom produkcije u netransformisanom sistemu. Suprotno skepticima, optimisti bi ovu fazu tranzicije mogli da nazovu i „ekonomska pauza“ što bi bila politički ne-septična fraza za usporavanje ritma tranzicije usled nedovoljnog nivoa privredne aktivnosti, niske profitabilnosti, nedovoljnih investicija i visoke nezaposlenosti.

Ovaj rad ima dva cilja. Prvi cilj je da se ukaže na genezu i opasnosti održavanja tranzicionizma kao novog političko-ekonomskog sistema Srbije. Drugi cilj je da se identifikuju pravci promena koji treba Srbiju da sa putanje tranzicionizma prevedu na putanju dostizanja (i integracije) sa EU.

Ključne reči: *Tranzicija, tranziciona stagflacija, tranzicionizam, tranzicioni deficit, geopolitika, brokerski mentalitet, investiciona kratkovidost, korporativno upravljanje.*

Summary:

Serbia is one of the greatest losers of globalization. Reasons for this can be found partially in the political elite's misapprehension of the geopolitical trends at the beginning of transition and, also, to some extent in the substantial, systematical and capricious functioning of geopolitical factors not only against the interest of Serbia, but also against the statehood of Serbia.

From the beginning of 2008 the economy of Serbia is faced with recession. Economic growth has decelerated, inflatory pressure has increased and the capital market conjuncture has declined. It is not a conventional type of recession stipulated by a hyper production crisis, which is in question here, yet a transitional recession stipulated by a production crisis in an untransformed system. Contrary to skeptics, optimists could also label this phase of transition as an "economic pause", which would be a politically unseptical phrase for the rhythm deceleration of transition, due to an unsatisfactory level of economic activity, low profitability, insufficient investments and high unemployment.

This study has two objectives. The first is to point out the genesis and dangers of maintaining transitionalism as a new political-economic system of Serbia. The second objective is to identify the trends of change, which

should shift Serbia from the transitionalism lane, onto the EU accomplishment (and integration) lane.

Key words: *Transition, transitional stagflation, transitionalism, transitional deficit, geopolitics, brokerage mentality, investment myopia, corporate management.*

UVOD

Danas je jasno da je globalizam kao novi svetski poredak doveo do značajnog rasta, strukturnih promena i nove raspodele političke moći u svetu. Rast i strukturne promene su direktna posledica širenja uticaja osnovne dinamike kapitalizma „kreativne destrukcije“ u smislu J. Schumpetera sa lokalnog na globalni nivo. Takođe, u politički gotovo monopolarnom svetu, pored ekonomskih sila koje funkcionišu po poznatim principima, sve veći značaj dobija geopolitika koju karakteriše dominacija ciljeva nad principima.

Ideja globalizma je nastala u privredama tržišnog kapitalizma. Njenom širenju posebno su doprineli smanjivanje ekonomskog nacionalizma i liberalizacija tržišta kapitala, procesi koji su razvijeni u krilu kapitalizma. Tranzicija u Istočnoj i Centralnoj Evropi kao i radikalne reforme u privredama u razvoju koincidiraju sa iniciranjem globalizacije iz razvijenih tržišnih privreda i utiču da globalizacija dobija snagu udarnog talasa. Od novog svetskog poretka koristi imaju i razvijene zemlje i zemlje u razvoju tako da predznaka promena postaje važniji od apsolutne pozicije.

Globalizam, pored dobitnika, stvara i gubitnike, odnosno, stres za jedan broj učesnika globalne utakmice. Stres ima političku i ekonomsku dimenziju. Rast broja gubitnika, uz još neke nerešene probleme prenesene iz prethodnog poretka (iscrpljivanje depozita ultimativnih resursa i klimatske promene), dovodi do usporavanja globalizacije otvarajući sumnju u ireverzibilan karakter novog poretka.

Srbija je jedan od najvećih gubitnika globalizacije. Razlozi za to se mogu pronaći delom u nerazumevanju geopolitičkih trendova od strane političke elite na startu tranzicije a delom u suštinskom, sistematskom i kapricioznom delovanju geopolitičkog faktora ne samo protiv interesa i dostojanstva, već i protiv državnosti Srbije. Iz današnje perspektive gotovo da bi se sa sigurnošću moglo reći da je raspad Jugoslavije za Srbiju predstavljao grčku tragediju čija je prva repriza dugo pripremana za izvođenje.

Bez geopolitičke tranzicije, ekonomska tranzicija gubi smisao. Srbija je krenula u ekonomsku tranziciju još dok je predstavljala konstituentu bivše Jugoslavije, odnosno, u isto vreme kada i druge socijalističke privrede. U prvim godinama tranzicije Srbija je imala brži ritam privatizacije u poređenju sa drugim republikama. Međutim, zbog kašnjenja u geopolitičkoj tranziciji, pozitivni efekti su brzo nestali. Danas anatomija i fiziologija privrede Srbije nisu kompatibilne sa EU a performanse su daleko ispod proseka privreda EU. Održavanje makro stabilnosti je skupo a industrijske politike i regulativa nekompletne, kontradiktorne, neeksplicitne i kapriciozne.

Strategijski posmatrano, Srbija nema značajnije depozite ultimativnih resursa koji bi mogli da predstavljaju osnovu njenog boljeg geopolitičkog pozicioniranja. Takođe, geopolitička kataklizma izazvana raspadom Jugoslavije dovela je do rasta demografskog rizika. Konkretno, stopa prirodnog priraštaja počev od 1992. godine do danas je negativna a prosečna starost od 41,6 godina jedna od najvećih u svetu. Na promenu strukture stanovništva uticalo je oko 620 hiljada pridošlog stanovništva sa prostora nestale Jugoslavije, uglavnom poljoprivrednog stanovništva u poznoj životnoj dobi, dok je zemlju napustilo oko 350 hiljada mladih, uglavnom, visoko obrazovanih ljudi. Srbija je izgubila demografski aktivizam i pogoršala strukturu humanog kapitala (previše nepotrebnih, nedovoljno potrebnih) čime je sužena osnova tehnokratije kao ključne društvene grupe za sprovođenje radikalnih socijalnih reformi.

Rezultati nisu izostali. Na kraju 2007. godine Srbija se nalazi na 66% GDP iz pretranzicije 1989. godine. Kako je stopa inflacije 11,4% a stopa nezaposlenosti 20,9%, indeks nekomfortnosti privrede u smislu A. Okuna je 0,32. Stopa štednje je 12,7% što je skoro dvostruko manje od razvijenih

privreda i skoro trostruko manje od najdinamičnijih privreda u razvoju. Akumulativnost privrede je niska tako da je i ovaj izvor finansiranja investicija nedovoljan. Tržište kapitala je u opadanju što je loš indikator obzirom da je kretanja na tržištu kapitala prethode opštim privrednim kretanjima. Atraktivnost za strane investitore je niska zbog niskog kredit rejtinga zemlje koji je opao na BB- što je na granici preporuke za investiranje. Privredu sa takvim vajabilitetom i astigmatizmom investitori (domaći i strani) teško prepoznaju kako bi se sa njom rukovali. Takođe, u ovakvoj privredi teško se mogu praviti bilo kakve projekcije, samim tim, i voditi smislene politike. Otuda i ključno pitanje kako će izgledati privreda Srbije u dugom roku, recimo za četvrt veka, kada je vizija nejasna a taktika ad hoc karaktera? Da li postoji neko ko može da da odgovor na to pitanje a da karakter odgovora ne bude u klasi proročanstva iz Delfija?

U periodu tranzicije vreme je kritičan faktor. Ko izgubi vreme, izgubio je sve. Izgubljen momentum za završetak tranzicije stvara opasnost da se tranzicija nikada ne završi. Da li to znači da će Srbija večno biti u tranziciji, odnosno da umesto od tranzicije iz socijalizma u kapitalizam Srbiji pretili političko-ekonomski sistem „tranzicionizma“?

Ovaj rad ima dva cilja. Prvi cilj je da se ukaže na genezu i opasnosti održavanja tranzicionizma kao novog političko-ekonomskog sistema Srbije. Drugi cilj je da se identifikuju pravci promena koji treba Srbiju da sa putanje tranzicionizma prevedu na putanju dostizanja (i integracije) sa EU. Da bi se ostvarili prethodni ciljevi, materija je strukturirana u četiri dela. *Deo 1* se bavi globalizmom kao novim svetskim poretom. *Deo 2* je posvećen glavnim poukama iz uspešne tranzicije privreda Istočne i Centralne Evrope. *Deo 3* se bavi karakterističnim manifestacijama tranzicionizma u Srbiji. U *Deo 4* su dati predlozi koji treba da omoguće napuštanje tranzicionizma i trasiranje putanje dostizanja EU.

1. SVETSKA PRIVREDA-GLOBALIZAM

Globalizaciju su inicirale, pre svega, promene u krilu kapitalizma. Protekcionizam, bez obzira da li se sprovodi u politici ili ekonomiji, u trgovini ili finansijama uvek predstavlja uzrok ekonomske stagnacije. Suštinska promena u starim kapitalističkim privredama u periodu posle II svet-skog rata je napuštanje protekcionizma i opadanje eko-

nomskog nacionalizma (*home bias*). Ekonomski nacionalizam je manifestacija parohijalnog razmišljanja ekonomskih subjekata. Dve su osnovne manifestacije ekonomskog nacionalizma, pristrasnost u potrošnji domaćih proizvoda i upotreba domaće štednje za domaće investicije. Sa padom ekonomskog nacionalizma nastaje lanac promena koji se manifestuje visokim amplitudama suficita i deficita bilansa tekućih transakcija i diversifikacijom načina finansiranja nastalih deficita.

Bitan podsticaj smanjenju ekonomskog nacionalizma predstavlja i liberalizacija na tržištima kapitala koja je koincidirala sa početkom tranzicije u Istočnoj i Centralnoj Evropi. Kumulativni efekat ova dva trenda je intenziviranje privatizacije i stranih direktnih ulaganja.

Empirijski podaci prate teorijsku logiku. Prema [4, str.351], na globalnom nivou koeficijent korelacije između domaće štednje i domaćih investicija opada od 0,92 u 1992. godini na 0,74 u 2005 godini. Podsetimo, koeficijent korelacije je 1,0 kada je domaća štednja jednaka domaćim investicijama, odnosno 0 u slučaju potpune eliminacije ekonomskog nacionalizma.

Liberalizacija nacionalnih tržišta kapitala je bila prethodnica za kapitalne investicije i time širenje specijalizacije i podele rada obavljanjem ekonomskih transakcija i preuzimanjem rizika izvan granica nacionalnih ekonomija. Mogućnost da se globalno, umesto lokalno, koriste i drugi najkonkurentniji faktori proizvodnje dovodi do pada troškova, cena, inflatornih očekivanja i kamata, s jedne strane, i rasta produktivnosti i životnog standarda, s druge strane. U novoj situaciji konkurentnost pojedinačnih privreda zavisi od umešnosti u specijalizaciji i podeli rada na globalnom tržištu kao i od sposobnosti razvoja nove ili originalne primene postojeće tehnologije.

U novim uslovima međunarodna trgovina i međunarodno finansiranje rastu brže od rasta bruto domaćeg proizvoda (GDP-*gross domestic product*). Do 1990-tih godina značajan i kontinuelan trgovinski deficit jedne zemlje bio je retka pojava. Danas je to realnost čak i ekonomski najsnažnijim zemaljama sveta (SAD, na primer). Takođe, oblici eksternog rasta (*mergers and acquisitions*) i finansijskog restrukturiranja (*spin-offs*) preduzeća i finansijskih organizacija predstavljaju specifičnu manifestaciju kreativne destrukcije čija je infrastruktura glo-

balno finansijsko tržište. Da bi se finansijski sistem učinio fleksibilnijim i time dalje podstakao razvoj međunarodne trgovine i izvoza kapitala, pojavili su se novi posrednici kao i novi finansijski derivati. Najvažniji novi posrednici su hedž fondovi (*hedge funds*) i fondovi privatnog kapitala (*private equity funds*). Takođe, finansijska industrija je razvila niz instrumenata kao što su kreditni derivati, aktivom garantovane hartije od vrednosti, fjučersi na naftu i dr.

Sa globalizacijom tržišta kapitala dolazi do smanjenja troškova finansiranja i, samim tim, povećanje mogućnosti za rast kapitalnih ulaganja, inače, ključnog pokretača rasta produktivnosti. Ekspanzija kapitalnih ulaganja dovodi do ekspanzije izvoza kao i strukturnih promena koje se manifestuju istovremenim seljenjem proizvodnje u regione sa komparativnim prednostima, repozicioniranjem lokalne radne snage i seljenjem radne snage iz nerazvijenih u razvijene regione. Ponuda radne snage za novu proizvodnju se povećava. Prema [4, str.382], u 2005. godini preko 800 miliona radnika je radilo u izvozno orijentisanim granama (ili sektorima razmenljivih proizvoda) što predstavlja rast od 300 miliona u odnosu na 1989. godinu kada je pao zid u Berlinu. Pri tome se procenjuje da oko 1/2 radne snage dolazi iz privreda u tranziciji.

Rast međunarodne trgovine i finansiranja kao i rast ponude radne snage deluju izrazito deflatorno. Poslednjih nekoliko godina na gotovo svakoj značajnoj tački privredne karte sveta stopa inflacije je bila jednocifrena što se nije desilo od zamene zlatnog standarda papirnim novcem 1930-tih godina.

Pad inflatornih očekivanja utiče na pad premije za rizik i time pad kamatnih stopa. Takođe, na pad kamatnih stopa utiče i globalni rast štednje u odnosu na investicije. Uprkos apsolutno manjem dohodku, štednja je relativno veća u privredama u razvoju i tranziciji. U poslednje dve decenije prema podacima IMF, učešće štednje u nominalnom GDP u razvijenim tržišnim privredama se kretalo u rasponu 21-22% dok je u privredama u razvoju odgovarajući nivo bio 23-24%. Trend je još izraženiji u poslednjih pet godina. Na primer, štednje u odnosu na GDP u Kini je bila 2001. godine 24% da bi u 2006. godini dostigla 32%. Interesantno da posle 2002. godine stopa štednje u razvijenim tržišnim privredama pada na nivo od oko 20%.

Opadanje realne kamatne stope (nominalna kamatna stopa korigovana stopom inflacije) u uslovima rasta likvidnosti dovodi do rasta cena oblika aktive koji imaju veće anticipirane prinose (hartije od vrednosti i nekretnine, pre svega). Na globalnom nivou u periodu 1985-2006 cene ovih oblika aktive rastu brže od stope rasta GDP što može da predstavlja globalni strukturni debalans. Izuzetak je jedino period 2001-2002 kada je došlo do poznate lančane reakcije uslovljene fenomenom "11.09".

Pored razvijenih tržišnih privreda sa dobrim konkurentskim strategijama, dobitnici globalizacije mogu biti i privrede u razvoju kao i privrede u tranziciji. Stope rasta u zemljama u razvoju već duže vremena su znatno veće od stopa rasta svetske privrede. U poslednje tri godine prosečna stopa rasta je bila 5,3%. Slično je i sa rastom produktivnosti u privredama u tranziciji. Naime, rast produktivnosti je u periodu 1995-2005 u privredama u tranziciji bio za 30% brži od rasta produktivnosti u starim evropskim privredama. Rast proizvodnje i produktivnosti je posledica ekspanzije izvoza. Posledično, dolazi do povećanja učešća privreda u razvoju i privreda u tranziciji u svetkom GDP.

Pored nedvosmisleno pozitivnih efekata, postoje i činjenice koje govore usporavanju i ireverzibilnom karakteru globalizacije. Postoje najmanje tri velike rezerve. Prvo, imanentno usporavanje procesa globalizacije, pre svega, zbog usporavanja rasta u razvijenom delu sveta kao posledice debalansa u stopama rasta i karakteru promena finansijskog i nefinansijskog sektora. Ironično ali istinito zvuči konstatacija da se danas o kapitalizmu govori sa većim entuzijazmom u najvećem delu privreda u razvoju i tranziciji za razliku od starih tržišnih privreda. Takođe, trebaće mnogo vremena da ekonomski nacionalizam kao glavno ograničenje globalizacije i iz nje izvedena averznost na rizik bude *passee* pitanje. Drugo, rastuća koncentracija bogatstva može dovesti do koncentracije političke moći i autokratskih sistema koji, iako politički efikasni, mogu prouzrokovati ekonomski destruktivne situacije na globalnom planu (promene cena zbog ratova za resurse, na primer) ili lokalnom planu (pad preduzetničkih inicijativa zbog previsokog oporezivanja, na primer). Takođe, preterana koncentracija bogatstva može biti Ahilova peta i u privredama u tranziciji. Na kraju, ali ne i po

značaju, u monopolarnom svetu, pored ekonomskih sila deluje i geopolitički faktor. Ratovi za ultimativne resurse i političku dominaciju na određenim prostorima vođeni kapricioznom arogancijom političkih elita globalnih lidera, pored ljudske i fizičke destrukcije u regionima intervencije, dovode i do narušavanja makroekonomske ravnoteže preko rasta deficita budžeta u zemljama koje intervenciju sprovode. Finansiranje budžetskog deficita nastalog po osnovu finansiranja ratova i drugih neekonomskih intervencija preta da globalno finansijsko tržište pretvari u veliki spekulativni balon.

Ipak glavni pravac kritike globalizacije dolazi od strane onih krugova koji analiziraju, pre svega, određena ograničenja u primeni glavne dinamike kapitalizma, kreativne destrukcije. Jedna od osnovnih dilema je da li inovacije na globalnom finansijskom tržištu imaju isti domet i predznak kao i inovacije u tehnologiji, proizvodima i zdravstvenoj zaštiti. Mnogi smatraju da hedž fondovi i fondovi privatnog kapitala zajedno sa novim derivatima predstavljaju budućnost finansijskog sektora. Ali ta budućnost izgleda da još nije stigla. Izuzetno velike vrednosti plasirane na tržište kapitala posle njegove liberalizacije 1990-tih godina s vremena na vreme nestaju zbog pogrešnih investicionih strategija finansijskih posrednika. Višak likvidnosti na globalnom finansijskom tržištu nerazumno usmeravan u neperformansne kapitalne investicije, finansijske derivate i nekretnine može da dovede do spekulativnih balona na tržištu kapitala koji mogu da poljuljaju poverenje u celo finansijsko tržište.

Glavna strukturna promena moderne privrede je dominacija konceptualne komponente nad fizičkom komponentom. Osnovu konceptualne komponente čini znanje koje se javlja u različitim oblicima (patenti, trgovinske tajne, softveri) kao i drugi oblici nematerijalne aktive (engl. *intangibles*). Na nivou globalne privrede stopa rasta intangibiliteta je veća od stope rasta aktivnosti. Grane u kojima je pomenuti jaz veći, predstavljaju tzv. „brzorastuće grane“. Za razliku od industrijske ere u kojoj rast proizvodnje prati rast veličine angažovanih inputa, u informatičkoj privredi troškovi proizvodnje su gotovo konstantni, odnosno, marginalni troškovi su zanemarivi. Sve to govori u prilog zaključka da se radi o novoj vrsti prirodnog monopola. Najbolji primer nove vrste prirodnog

monopola je Microsoft. Ipak, priroda monopolske pozicije i u informatičkoj eri je privremena zbog tehnološkog napretka i pojave novih alternativa (na primer, Apple i Linux). Drugim rečima, monopol ne nestaje pod pritiskom antimonopolske regulative već kao posledica tehnoloških prodora i promene paradigme. Ipak, u vezi održivosti ovog koncepta ostaju dva otvorena pitanja. Prvo, da li će ritam inovacija biti takav da one obezbede konstantan rast u granama sa dominacijom konceptualne komponente? Drugo, da li će isključivo oslanjanje na tuđe izvore u finansiranju rasta povećati rizik bankrotstva u slučaju zastoja tražnje i kolebanja tržišta?

Druga strepnja u vezi sa ireverzibilnim karakterom procesa globalizacije odnosi se na usporavanje globalne stope rasta radne snage. Kada se to desi, inflacija će zameniti deflaciju. Primer Koreje, govori da kada ponuda radne snage počne da opada, deflacije se pretvara u inflaciju sa pomakom od 2-3 godine. Što se tiče globalne privrede, postoje veoma indikativna upozorenja sa finansijskog tržišta da je prekretnica još bliža nego što bi se moglo pretpostaviti.

Gotovo izvesno usporavanje globalizacije koje se manifestuje zamenom prosperiteta recesijom najviše će pogoditi gubitnike do sada sprovedene globalizacije koji su u strateškom smislu razoružani. Rast uvoza (robe i kapitala) u globalnom GDP doveo je do situacije da privrede koje nemaju konkurentsku prednost međunarodne konkurente doživljavaju veoma stresno. Globalizacija dovodi do hiperkonkurencije, odnosno, intenziviranja delovanja tržišnih sila. Ljudi često imaju ambivalentan stav prema konkurenciji. Konkurencija je stresna pojava pošto, pored dobitnika, stvara i gubitnike. To dovodi do kolizije između brzomenjajuće globalne privrede i ljudske prirode koja preferira sigurnost i stabilnost.

Pored porodice i zaposlenja, jedan od najvažnijih izvora identiteta i sigurnosti je država. Geopolitika kao pratilac globalizacije utiče na prirodu i karakter moderne države. U nekim slučajevima geopolitika dovodi do mekih promena kao na primer u slučaju razvoja doktrine podeljivog suvereniteta države i, na toj osnovi, formiranja nadnacionalnih država (EU, na primer). Gubitak jednog dela suvereniteta države u tranziciji koja pristupa EU izaziva strah ali je on neznatan u odnosu na ekonomske motive

tog čina. Međutim, u nekim slučajevima geopolitika može dovesti do pojave straha i odsustva ekonomskih motiva kada nastane vakum između nestanka stare države i stvaranja nove nadnacionalne države. Na primer, u poslednjih 19 godina građani Srbije su izgubili tri države (SFRJ, SRJ, i SCG), danas su na pragu gubitka jednog svog dela a još nisu integrisani u EU. Bizarnost ove situacije pojačava činjenica da su građani Srbije već pripadali jednoj nadnacionalnoj državi pre ere globalizacije.

Mada postoje nastojanja da se raspad Jugoslavije objasni kao neminovna posledica razlika u kulturi, ekonomskom i socijalnom razvoju kao i u demografskim trendovima nacija koje su u njoj živele, na primer kod F. Štiblera [6], ostaje utisak da je uticaj geopolitike bio veoma značajan. Geopolitika je Srbiju uvela u stanje najdubljeg stresa. Stres utiče na stabilnost (političku, institucionalnu i makroekonomsku). Pored niza socijalnih patologija kao što su rast demografskog rizika (smanjivanje, starenje i iseljavanje stanovništva), korupcija, socijalne devijacije (kriminal, droga, i sl.) i sl., stres se jasno ispoljava u privredi (inflacija, recesija, nezaposlenost, rast duga i sl.). Srbija se nalazi u nemirnim vremenima u kojima je neprincipijelno zaboraviti na korene problema a nemoralno ostati bez jasnih i nedvosmišljenih predloga za izlazak iz postojećeg stanja. Ekonomija u nemirnim vremenima je vruća tema, verovatno jednako vruća kao i geopolitika.

2. ISTOČNOEVROPSKA PRIVREDA-TRANZICIJA

Napuštanje socijalizma ne dovodi automatski do uspostavljanja kapitalizma, suprotno naivnim očekivanjima nekih političara. Tržišna privreda bazira na specifičnim institucijama koje su stvarale generacije sa jasnom vizijom metodom pokušaja i grešaka a čiji su glavni oblici ispoljavanja zakoni, regulatorna tela, profesionalna udruženja, kultura, poslovna etika, i sl. Zato tranzicija mora biti regulisana. Međutim, regulisana tranzicija znači produžavanje vremena njenog sprovođenja. To je cena održivosti rezultata tranzicije. Tranzicija šok terapijom krije niz opasnosti među kojima je jedna od najznačajnijih stvaranje sivog tržišta (ne samo proizvoda i faktora proizvodnje, već i preduzeća. Zato je na startu tranzicije predložen tempo "brzo ali ne prebrzo" (*allegro ma non troppo*) [3].

Koje su moguće vizije kapitalizma? Kapitalizam ima više modaliteta. Na krajnjim tačkama spektra mogućih rešenja se nalaze tržišni kapitalizam i država blagostanja. Tipičan predstavnik tržišnog kapitalizma je američki model tzv. „tržišnog fundamentalizma“ za koga se smatra da predstavlja najdinamičniji model kapitalizma. Na drugom polu se nalazi model države blagostanja zapadnoevropskog tipa u kome je država vlasnik značajnog dela ekonomskih resursa. Ako je prihvatimo da liberalno tržište dovodi do bržeg ekonomskog razvoja, ostaje pitanje koliki je optimalan nivo supstitucije između superiornih performansi, sa jedne strane, i stresa i socijalne prihvatljivosti, sa druge strane?

Šta utiče na viziju kapitalizma kome privreda u tranziciji teži imajući u vidu njegove različite modalitete? Nacionalna kultura je, uz vizije tranzicionista, verovatno najvažniji faktor. Konkretno, u pitanju je odnos prema tri fenomena: uvećanju bogatstva, stresu od gubitka posla i korupciji.

Bitna pretpostavka uvećanja nacionalnog bogatstva je pozitivan stav prema preduzetništvu i poslovnom uspehu. Društva koja imaju pozitivan stav prema inovativnosti i prihvatanju rizika pružaju preduzetnicima mnogo veći stepen slobode od društava koja gledaju na preduzetničke inicijative kao na manifestaciju sebičnog i neetičnog ponašanja. Međutim, čak i oni koji prihvataju potentnost tržišnog kapitalizma u pogledu rasta materijalnog blagostanja svesni su njegove osnovne slabosti, podela na pobednike i gubitnike. Svrha države blagostanja je smanjenje koncentracije bogatstva regulativom koja obeshrabruje preterano preuzimanje rizika i /ili oporezuje previsoke nagrade koje su nastale kao posledica preteranog rizika. Politička doktrina koja stoji iza ove koncepcije je doktrina fabijanskog kapitalizma. Poseban aspekt ove doktrine je odnos prema državnom angažovanju u privrednoj aktivnosti. Opšti stav je da država treba da se angažuje u prirodnim monopolima, mrežnim tehnologijama i drugim oblicima poslovanja koji predstavljaju infrastrukturu privatnog preduzetništva. U pitanju su strateški sektori i sektori od nacionalnog prestiža izuzetno visokih troškova ulaska, visokih diskrecionih troškova (istraživanje i razvoj, na primer) i visokog multiplikativnog efekta.

Jedan od najvećih razloga stresa je opasnost gubitka

posla. Prema [4, str.271], oko 400 hiljada ljudi svake godine izgubi posao u SAD dok 600 hiljada ljudi svojom voljom napusti ili promeni posao. Prosečan radni staž u jednom subjektu u SAD je 6,6 godina, u Nemačkoj 10,6 godina a u Japanu 12,2 godine.

Poslednji bitan element nacionalne kulture koji utiče na izbor vizije kapitalizma kome se teži je odnos prema korupciji. Društva u kojima se ohrabruju preduzetnici na produktivno preuzimanje rizika karakteriše striktna vladavina prava i ekonomski liberalizam. Ovi sistemi onemogućavaju korupciju u smislu da javni službenici zamenjuju za novac ili političku podršku svoju diskreciju u donošenju određenih odluka.

IFC/WB rangiraju privrede prema indeksu lakoće obavljanja poslovanja [5] Između različitih stvari, pomenuti indeks kombinuje zaštitu svojine i ugovora, lakoću osnivanja/gašenja biznisa, stabilnost valute, radne odnose, otvorenost prema stranim investicijama i međunarodnoj trgovini, učešće javnog sektora u GDP i sl. Test upotrebljivosti analiziranog indeksa je analiza korelacije vrednosti indeksa i ekonomskih performansi nacionalne ekonomije. Koeficijent korelacije između ranga zemlje prema ovom indeksu i njenih ekonomskih performansi je na impresivnih 0,65.

Izbor modela kapitalizma kome se teži opredeljuje strategiju tranzicije. Strategija tranzicije kombinuje četiri procesa: (1) privatizaciju (i/ili restrukturiranje), (2) makroekonomsku stabilizaciju, (3) institucionalne reforme, i (4) reindustrijalizaciju. Privatizacija je inicijalna kapisla tranzicije. Suštinu privatizacije čine izbor preovlađujućeg modela privatizacije kao i njenog dometa. Razumno je da privatizacija zaobiđe neke sektore, pre svega strategijske sektore kao što su prirodni monopoli i mrežne tehnologije ali i delove finansijskog sektora. Makroekonomska stabilnost je uvek dobrodošla u tranziciji. Institucionalne reforme vode otvaranju perspektive za dugoročno investiranje. Reindustrijalizacija ima pomak u odnosu na ostale tranzicione procese ali njeno intenziviranje predstavlja najbolji znak završetka tranzicije i otpočinjanja procesa dostizanja razvijenih tržišnih privreda.

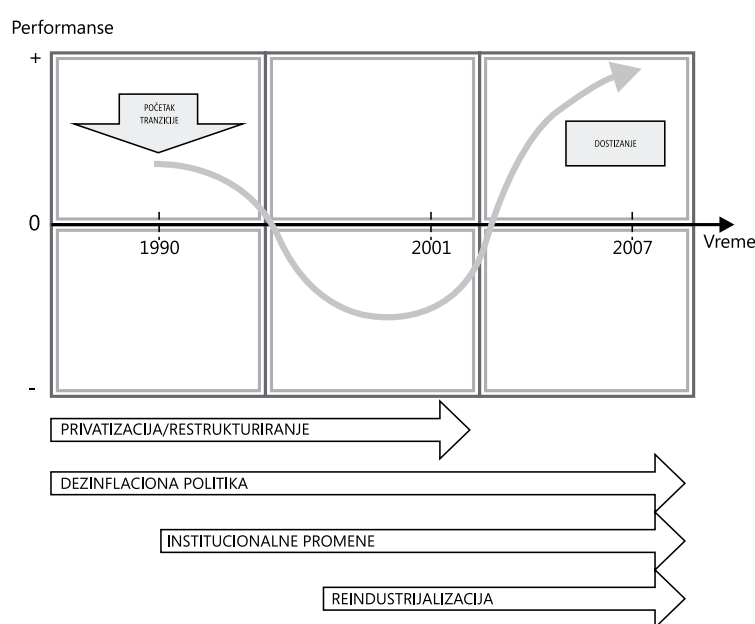
Samu tranziciju kao „socijalnu kreativnu destrukciju“ prati niz ekonomskih nepogodnosti. Jedna od najznačajnijih je tzv. „tranziciona stagflacija“ čije su glavne manifestacije pad nivoa ekonomskih aktivnosti i rast inflatornog pritiska.

Debalans između nivoa aktivnosti i nivoa agregatne tražnje predstavlja strukturni uzrok inflacije. Neobjašnjive tržišne epizode su nešto sa čime se sve privrede susreću. Ipak, svi se slažu da cene rastu kada postoji debalans između ponude i tražnje. Takođe, nezavisno od strukturnih specifičnosti, u privrdama u tranziciji deluje i *Balassa-Samuelson* efekat [1] i [6] koji je posledica razlika u produktivnosti transformisanog i netransformisanog sektora. Naime, rast produktivnosti u sektoru transformisanih preduzeća utiče ne samo na rast plata u njemu već, efektom ugledanja, i na rast plata u sektoru netransformisanih preduzeća kao i u javnom sektoru nezavisno od promena produktivnosti rada. Sledeća nekomfortnost tranzicije je apresijacija domaće valute kao posledica primene monetarnog modela prema kome na kurs bitno utiče povećana ponuda deviza po osnovu privatizacije i stranih investicija. U nekim slučajevima pritisak na apresijaciju domaće valute utiče rast tražnje za domaćom valutom uslovljen naglim skokom izvoza osnovnih inputa ili usluga (turizam, na primer) čime se smanjuje konkurentnost ostatka domaće privrede (efekat „holandske bolesti“). Konačno, neprimerena i kapriciozna regulacija u nefinansijskom sektoru (kontrola monopola, pre svega) i finansijskom sektoru (kontrola banaka i dugih finansijskih organizacija) često dovodi do nepotrebnog pada performansi domaće privrede. Privatni kapital ne treba da brane oni koji su njegovi vlasnici već država. Ukoliko država postavlja pogrešan pravni sistem koji brani dužnike umesto poverioce, limitira razvoj domaćih kompanija ili privileguje strane investitore nasparam domaćih, ona napada na privatno vlasništva umesto da ga brani. Ovaj faktor može da poveća stepen raštimovanosti privrede u tranziciji i dovede do odlaganja njenog završetka.

Bez obzira na pomenute podvodne hridi, tranzicija je uspešno završena u najvećem broju bivših socijalističkih privreda. Uspeh u tranziciji znači savladavanje efekta tranzicione stagflacije, odnosno, prevazilaženje nivoa GDP pre tranzicije uz istovremeno ostvarivanje makroekonomske stabilnosti kao i efikasnijeg institucionalnog ambijenta koji je u stanju da privuče investitore. Na taj način stvaraju se pretpostavke za otpočinjenje procesa dostizanja razvijenih evropskih privreda. Najfotogeničniji poka-

zatelj dostizanja je rast produktivnosti. Konkretno, u periodu 1995-2005 produktivnost rada u privredama u tranziciji je rasla 30% brže od produktivnosti rada u evropskim privredama iz grupacije EU-15. U početku je taj efekat bio posledica smanjivanja broja zaposlenih kroz proces određivanja prave veličine transformisane privrede a kasnije direktna posledica ubrzane industrijalizacije. Kretanje GDP kao zbirnog efekta uspešne tranzicije prikazano je na Ilustraciji 1.

Ilustracija 1: Kretanje GDP u tranziciji



3. SRBIJA-TRANZICIONIZAM

Na ekonomsku tranziciju u Srbiji suštinski je uticao geopolitički faktor. Organizovanu i metodičnu ekonomsku tranziciju nije moguće sprovesti u uslovima geopolitičke kataklizme izazvane raspadom zemlje, ratovima za njeno nasleđe i sankcijama međunarodne zajednice uključujući i vojnu intervenciju.

Konzistentno sprovedene institucionalnih reforma (liberalizacija trgovine i tokova kapitala i razvoj tržišnog finansijskog sistema sa tržištem kapitala u centru), strukturnih reformi (privatizacija preduzeća i banaka) uz održavanje makroekonomske stabilnosti je nemoguće u uslovima drastično smanjenog nivoa ekonomskih aktivnosti i niza torzija u funkcionisanju sistema. U tržišnim privredama relativna nagrada za faktore proizvodnje odražava preferencije tržišnih učesnika. Mehanizam ponude i tražnje deluje samo ukoliko je ponuda dovoljno velika i ima priliku

EKONOMIKA PREDUZEĆA

za ekspanziju. Međutim, ponuda u Srbiji nije dovoljna i ima male mogućnosti rasta.

Poznato je da je sprovođenje tranzicije, po definiciji, povezano sa padom aktivnosti i rastom inflatornog pritiska u početnom periodu, tako da je ubrzavanje reindustrijalizacije ključ održivosti ne samo razvoja, već i ekonomskih reformi. Za razliku od drugih privreda u tranziciji, u Srbiji je zatečeni stok preduzeća i banaka bio dopunski smanjen nizom torzija u periodu hiperinflacije i/ili devastiranih ratovima i ekonomskim sankcinama. Posle političkih promena 2000. godine, reindustrijalizacija se počela ubrzavati ali po stopama koje nisu dovoljne da bi se savladalo dejstvo gravitacionog efekta („visina se lako gubi a teško vraća“). Niska potentnost domaće privrede i visok rizik zemlje dekurazira strane investitore a domaći kapitalisti nemaju dovoljno izraženu sklonost za investiranjem.

Kakav je relativan položaj Srbije? Performanse Srbije mogu se porediti sa starim evropskim privredama (EU-15), šampionima tranzicije u koje spadaju Češka, Mađarska, Slovenija, Poljska i Slovačka (TC-5) ili sa novim članovima EU (NMS-8). Međutim, ovakvo poređenje ne bi bilo od suštinske koristi zbog ogromnih razlika u performansama. Možda je bolji pristup porediti Srbiju sa njenim susedima, inače sve privredama u tranziciji ali i privredama koje su delile sličnu geopolitičku situaciju na startu tranzicije. Sledeći poslednju ideju, formiran je uzorak zemalja

koji, pored Srbije, obuhvata dve zemlje iz grupacije šampiona tranzicije (Mađarska i Slovenija), jednu od najrazvijenijih republika bivše Jugoslavije i kandidata za EU (Hrvatska) i jednu državu koja pripada grupi kasnih sledbenika u tranziciji i evropskim integracijama (Rumunija).

Na Ilustraciji 2 data je vremenska serija podataka za period 1990-2007 korišćenjem baze podataka Evropske banke za obnovu i razvoj i domaće statistike. Ilustracija daje uvid u trajanje efekta tranzicione stagflacije kao ključni fenomen ekonomske tranzicije. Konkretno, na ilustraciji se prate tri varijabile: nivo proizvodnje (ispod ili iznad pretranzicionog nivoa), prosečna godišnja inflacija (dvocifrena ili jednocifrena) i stope rasta (ispod ili iznad proseka tranzicionih privreda). Prosečna stopa rasta u Srbiji za u poslednjem periodu 2004-2007 je bila 6,9% što je više od svetske privrede (3,7%), kao i od privreda iz uzorka zemalja. Međutim, i ovako visoka stopa rasta nije bila dovoljna da se nadoknadi tranzicioni deficit.

Danas je Srbija jedna od najnerazvijenijih post-socijalističkih privreda. Primarni razlog za takvo stanje je kašnjenje u tranziciji. Na Ilustraciji 3 dato je kretanje osnovnih makroekonomskih performansi privrede Srbije za period 2004-2007. Sa ilustracije se može uočiti da apsolutne performanse beleže relativno spor rast a relativne performanse upozoravaju na strukturne probleme. Sa niskim nivom GDP *per capita* (EUR 4.204), sa permanetnim rastom

Ilustracija 2. GDP, inflacija i rast u tranziciji za uzorak zemalja

SRBIJA (i CRNA GORA)*				MAĐARSKA			SLOVENIJA			HRVATSKA			RUMUNIJA		
n	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta	BDP 1989/n	Stopa inflacije	Stopa rasta
'90	0,92	580,4	-7,9	0,96	28,9	-3,5	0,92	n/a	-7,5	0,92	n/a	-7,1	0,94	5,1	-5,7
'91	0,81	118,1	-11,6	0,85	35,0	-11,9	0,84	115,0	-9,0	0,73	123	-21,1	0,82	170,2	-12,9
'92	0,58	mega	-27,9	0,82	23,0	-3,1	0,79	207,3	-5,5	0,64	665,5	-11,7	0,74	210,4	-8,8
'93	0,40	mega	-30,8	0,81	22,5	-0,6	0,81	32,9	2,8	0,59	1.517	-8,0	0,76	256,1	1,5
'94	0,41	3,3	2,5	0,84	18,8	2,9	0,86	21,0	5,3	0,63	97,6	5,9	0,79	136,7	3,9
'95	0,44	78,6	6,1	0,85	28,2	1,5	0,89	13,5	4,1	0,67	2,0	6,8	0,84	32,3	7,1
'96	0,47	94,3	7,8	0,86	23,6	1,3	0,93	9,9	3,7	0,71	3,5	5,9	0,88	38,8	3,9
'97	0,51	21,3	9,0	0,90	18,3	4,6	0,97	8,4	4,8	0,76	3,6	6,8	0,82	154,8	-6,1
'98	0,52	29,5	1,9	0,95	14,3	4,9	1,01	8,0	3,9	0,78	5,7	2,5	0,78	59,1	-4,8
'99	0,43	37,1	-18	0,99	10,0	4,2	1,06	6,2	5,4	0,77	4,0	-0,9	0,77	45,8	-1,1
'00	0,45	60,4	5,2	1,04	9,8	5,2	1,11	8,9	4,1	0,79	4,6	2,9	0,79	45,7	2,1
'01	0,47	91,1	5,1	1,08	9,2	4,1	1,14	8,4	3,1	0,83	3,8	4,4	0,83	34,5	5,7
'02	0,50	21,2	4,5	1,13	5,3	4,4	1,19	7,5	3,7	0,87	1,7	5,6	0,88	22,5	5,1
'03	0,51	11,3	2,4	1,18	4,7	4,2	1,22	5,6	2,8	0,92	1,8	5,3	0,92	15,3	5,2
'04	0,55	9,5	8,4	1,23	6,8	4,8	1,27	3,6	4,4	0,96	2,1	4,3	1,00	11,9	8,5
'05	0,59	17,2	6,3	1,28	3,6	4,1	1,33	2,5	4,1	1,00	3,3	4,3	1,04	9,5	4,1
'06	0,62	12,5	5,7	1,33	3,9	3,9	1,40	2,5	5,7	1,05	3,2	4,8	1,12	6,6	7,7
'07	0,66	11,4	7,0	1,37	7,8	2,5	1,48	3,2	5,5	1,11	2,3	5,5	1,20	7,0	6,5

* Do 2006. godine

spoljnog duga koji je dostigao granicu tolerancije (76,9% GDP) i alarmantnim deficitom bilansa tekućih transakcija (15,8% GDP) u poslednjoj godini perioda posmatrana očigledno je da Srbija u bližoj budućnosti može imati problem održavanja spoljne likvidnosti.

Ilustracija 3. Osnovne makroekonomske performanse privrede Srbije za period 2004-2007

NIVO AKTIVNOSTI				
	2004	2005	2006	2007
BDP, mil. €	19.723	21.104	25.262	31.094
BDP, per capita €	2.629	2.814	3.354	4.204
Realni rast BDP, %	8,4	6,2	5,7	7,3*
Cene na malo (kraj perioda), %	13,7	17,7	6,6	10,1
Troškovi života, prosek perioda	11,4	16,2	11,7	7,0
SPOLJNOTRGOVINSKA RAZMENA				
Izvoz robe, mil. €	2.831	3.608	5.102	6.432
Uvoz robe, mil. €	8.623,3	8.439,2	10.462,6	13.358,7
Deficit robne razmene, mil. €	-5.791	-4.831	-5.360	-6.926
Uvoz / Deficit robne razmene	-1,49	-1,75	-1,95	-1,93
Uvoz / BDP	0,44	0,40	0,41	0,42
SPOLJNA LIKVIDNOST**				
Deficit tekućih transakcija bez donacija, mil. €	-2.692	-2.054	-3.095	-4.512
Deficit tekućih transakcija (bez donacija), %BDP	-13,7	-9,7	-12,3	-15,8
Strane direktne investicije (neto), mil. €	777	1.247	3.496	1.095
Strane direktne investicije (neto) / BDP, %	3,9	5,9	13,8	3,5
MONETARNI I DEVIZNI POKAZATELJI				
Devizne rezerve NBS, mil. €	3.117	4.935	9.025	9.369
Vrednost € u odnosu na RSD	78,89	85,50	79,00	79,24
Štednja stanovništva, mil. €	1.461	2.274	3.413	4.952
ZAPOSLENOST I ZARADE				
Stopa nezaposlenosti	19,5	21,8	21,6	20,9
Neto zarade (prosek perioda), RSD	14.108	17.443	21.707	27.795
STEPEN ZADUŽENOSTI PRIVREDE				
Spoljni dug, mil. €	10.366	13.106	14.965	17.846
Ukupan spoljni dug / BDP, %	57,5	58,7	61,7	76,9
Javni dug / BDP	53,3	50,2	34,9	28,3
Budžetski suficit (deficit), mil. €	-10,14	314,6	383,5	162,8

Izvor: Ministarstvo finansija

* Procena RZS, **Podaci zaključno sa novembrom 2007.

Ilustracija 4. Indikatori vajabiliteta privrede Srbije za 2007

PERFORMANSA	MERILO	VREDNOST
Kredit rejting	S&P - Fitch	BB -
Nekonformnost privrede	Okun indeks	0.32
Konkurentnost	WEF, CGI	91 (127)
Lakoća obavljanja posla	IFC/WB	86 (178)
Korupcija	TI, CPI	79 (179)
Ekonomске slobode	FI, EFW indeks	119 (141)

Na Ilustraciji 4 dati su osnovni indikatori vajabiliteta privrede Srbije. Sa ilustracije sa lako uočava da su indikatori vajabiliteta u skladu sa apsolutnim performansama. Naime, kredit rejting prema Fitch i S&P je BB- , indeks nekomfortnosti privrede u smislu A. Okuna je 0,32, konkurentnost prema indeksu globalne konkurentnosti WEF ne samo niska (91 mesto od 126 zemalja) već i u opadanju, lakoća obavljanja poslovanja na bazi IFC/WB relativno niska (86 mesto od 178 zemalja), stepen ekonomskih sloboda prema ideksu Fraser instituta niska (119 mesto od 141 zemlje) i korupcija relativno visoka prema Transparency International (79 mesto od 179 zemalja). Svodno, sa ovakvim relativnim performansama Srbija ne predstavlja dobro mesto za investiranje.

Šta su glavni uzroci investicione kratkovidnosti? Osnovni razlog je nezavršena tranzicija koja utiče na uzdržanosti investitora sa dugoročnom vizijom i dominaciju brokerskog mentaliteta kako kod domaćih tako i kod međunarodnih investitora (*quick money*). Umesto kapitalnih investicija i investicija u stratezijske svrhe, u radaru domaćih kapitalista, uglavnom su portfolio investicije i nekretnine. Portfolio investicije u kratkom roku su veoma rizične a nekretnine dugoročno karakterišu ispodprosečne stope prinosa. Logičke posledice ovakvog ponašanja su rastuće tržišne imperfekcije, visok nivo korupcije, niske ekonomske slobode, usporen priliv stranog kapitala i spekulativni baloni na tržištu kapitala.

U fokusu stranih investitora opterećenih brzim povraćajem uloženog kapitala, takođe, nisu investicije već *cash flow*. Ukoliko i preduzimaju određene investicije, strani vlasnici obično idu na ulaganja u marketing kako bi povećali tržišno učešće. Osim toga, određene strane direktne investicije imaju tipičan brokerski karakter (na primer, lanci supermarketa i investicioni fondovi) što još više kvari makro bilansnu poziciju zemlje. O investicionoj kratkovidosti stranih investitora

govori i visoko učešće dividendi u proporciji raspodele finansijskog rezultata.

Interesantno pitanje je da li Srbija ima potencijale za reindustrijalizaciju i time ubrzanje tranzicije? Jedan od najvažnijih elemenata koji treba da pomogne u davanju odgovora na ovo pitanje je humani kapital. Sa Ilustracije 5 može se jasno uočiti da počev od 1992. godine Srbiju karakterišu negativne stope rasta stanovništva. Istom periodu odliv mozgova je bio značajan pošto je zemlju napustilo oko 350 hiljada visokoobrazovanih ljudi (ili oko 17% trenutno zaposlenih).

Ilustracija 5. Stope rasta stanovništva za period 1991-2007

GODINA	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
STOPA	0,02	-0,08	-0,09	-0,1	-0,1	-0,2	-0,23	-0,3	-0,38	-0,39	-0,27	-0,33	-0,33	-0,35	-0,46	-0,43

U brokerskoj privredi na ekonomska očekivanja presudno utiču transferi (prihodi od privatizacije i doznake etnike). Kada privatna preduzeća nedovoljno investiraju, vlada teško upravlja privredom koja nije spremna da žrtvuje kratkoročnu potrošnju zbog dugoročnih interesa. Bez značajnijih domaćih investicija kao i bez stranih direktnih investicija kojima se donosi ne samo svež kapital, već i tehnologija i znanje nemoguće je povećati konkurentnost i izvoz. Suprotno, oni koji nisu u stanju da izvoze nisu u stanju ni da prodaju na domaćem tržištu tako da niska konkurentnost odnosi danak i na strani trgovinskog deficita, deficita bilansa tekućih transakcija i pada spoljne likvidnosti. Konkretno, u 2007. godini trgovinski deficit je bio u porastu i dostigao je nivo od oko EUR 7 milijardi (ili 22,3% GDP), deficit tekućih transakcija porastao na nivo od EUR 4,51 milijardi (ili 15,8% GDP) što je iznad kritične granice od 10% dok je dug porastao na nivo od EUR 26,23 milijarde i približio se opasnoj granici od 80% GDP (konkretno, 76,9 % GDP) koja predstavlja kriterijum za kvalifikaciju visoke zaduženosti.

Poseban pokazatelj raštimovanosti privrede Srbije je devizni kurs. I pored rasta trgovinskog deficita koji je dostigao u 2007. godini istorijski maksimum kao i dvocifrene inflacije, nacionalna valuta je blago apresirala u odnosu na EUR. Zašto se ignoriše konkurentnost kao kriterijum za određivanje kursa? Na raštimovanost utiče i regulativa posebno u domenu kontrole finansijskog sektora i kontrole stepena koncentracije u nefinansijskom sektoru.

U tržišnim privredama centralna banka utiče na kontrolu inflacije. Centralna banka indirektno kontroliše ponudu novca kontrolom monetarne baze, uglavnom gotovog novca i rezervi komercijalnih banaka. Monetaristi smatraju da dok se kontroliše ponuda novca, nema opasnosti za inflaciju. Ali način kako se to čini u Srbiji prilično je brutalan. Ne postoji ekspert koji zna kolika je bitačno trebalo da bude monetarna baza ili kolika je odgovarajuća kamatna stopa koja ne dovodi do rasta inflacije. Sa druge, pouzdano se zna da monetaristička kontrola inflacije dovodi do recesije.

Jedan primer neadekvatne regulative je regulativa finansijskih posrednika koja je ubedljivo analizirana od strane D. Cvjetičanina [2]. Naime, u pomenutom radu je ukazano na nekoliko neracionalnosti zakonskih direktiva finansijskim posrednicima: očekivani prinos preporučenog portfolia je manji od očekivanog prinosa tržišnog portfolia pri čemu je rizik preporučenog portfolia dva puta veći od rizika tržišnog portfolia. Među slabostima regulacije finansijskog tržišta može se navesti i regulativa Narodne banke *vis-a-vis* komercijalnih banaka u delu iskazivanja finansijskog rezultata. U mnogim odrednicama ova regulativa je strožija od međunarodnih revizorskih standarda.

U poslednje vreme predmet kritike postaje i regulativa vezana za koncentraciju u nefinansijskom sektoru. Postoji više razloga koji govore o kontraproduktivnom karakteru načina na koji se obavlja kontrola monopola. Prvo, opšti nivo privredne aktivnosti je i dalje veoma nizak a država sputava administrativnim merama razvoj kompanija koje upravo najviše doprinose oživljavanju privredne aktivnosti. Veći broj naših najboljih preduzeća koja predstavljaju poslovne ikone (ili nacionalne šampione) Srbije ima značajno tržišno učešće ali ne zbog svoje strategije uništavanja konkurencije u prethodnom periodu već zbog tranzicione stagflacije i investicione kratkovidosti kao glavnih karakteristika privrednog ambijenta. Drugo, kazne su ne samo drakonske (do 10% godišnjeg prihoda) već i vezane za neadekvatnu performansu (ukupan prihod) koja ne mora biti u korelaciji sa efektom eventualne zloupotrebe

monopolske pozicije. Može se desiti da dođe do besmislene situacije da preduzeće koje ima gubitak postaje dužnik po osnovu kazne za zloupotrebu monopolskog položaja. Plaćanje kazne kao procenta od ukupnog prihoda u tom slučaju dovelo bi do značajne dekapitalizacije preduzeća, odnosno do sužavanja njegove poslovne moći. Treće, kontrola monopola nije u skladu sa nekim tranzicionim zakonima i tranzicionim politikama. Na primer, privatizacija određenih preduzeća je obavljena nezavisno od stepena njihove tržišne koncentracije u trenutku privatizacije. Čak je u nekim slučajevima država stala iza aranžmana koji održavaju zatečenu poziciju (privatizacija duvanske industrije, na primer). Uvođenje argumenta monopolske pozicije posle privatizacije za strane investitore znači retroaktivnu meru. Ova situacija može da dovede do seljenja aktivnosti privatizovanih preduzeća, smanjenja nivo investiranja ili do dekuražiranja potencijalnih investitora. Četvrti, agregatno posmatrano ponašanje preduzeća u granama veće koncentracije ne utiču suštinski na rast inflatornog pritiska obzirom da je *core* inflacija u 2007. godini bila 5%. Peto, postoji niz problema u tehničkoj analizi monopolske pozicije kako u pogledu definisanja relevantnog tržišta tako i u pogledu dobijanja podataka za izračunavanje indeksa koncentracije. Šesto, veličina i kadrovska ekipiranost regulatornog tela uošte nisu u skladu sa ambicijama zakonodavca koji je očigledno preuzeo zakon o kontroli monopola koji važi u starim tržišnim privredama EU sa neuporedivo većim nivoom privredne aktivnosti i ekonomskog bogatstva ali i sa bogatim iskustvom u analizi tržišnih struktura.

Institucije sistema i regulativa u privredama u tranziciji imaju veliki značaj za proces dostizanja razvijenih tržišnih privreda. Njihov je primarni zadatak da svoje funkcije obavljaju bez radikalnih promena privrednog režima, bez mera koje imaju retroaktivni karakter i sa razumevanjem brzomenjajućeg konteksta i njegovih trendova a ne kapriciozno i partikularistički. Kada investitori izgube poverenje, dramatično padaju mogućnosti za proizvodnju i investicije. Tako stvorena neizvesnost na finansijskom tržištu utiče na rast kreditnog rizika, i time, rast kamata.

Tranzicija mora biti visoko regulisana. Među-

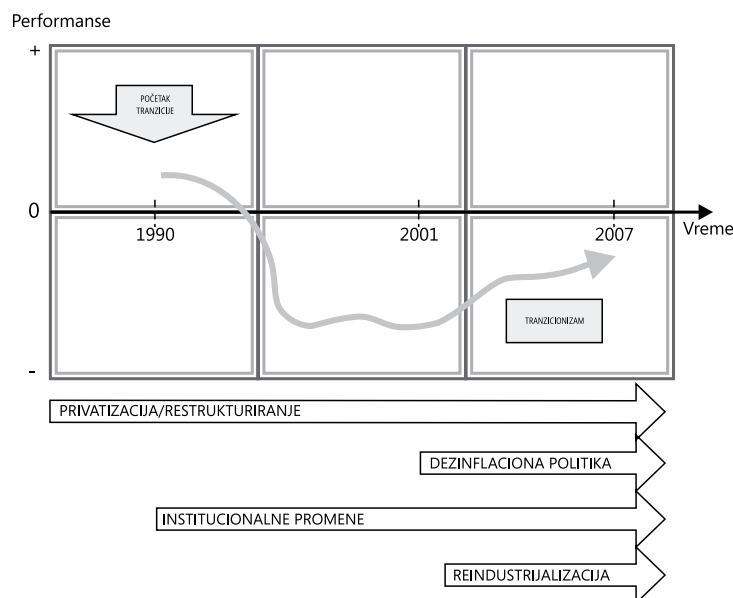
tim, po meri završetka tranzicije, nivo regulacije se mora smanjivati. U ovoj fazi kada tranzicija gubi ritam, regulativa ne sme biti kontraproduktivna, odnosno, ne sme sužavati priliku za razvoj, već mora biti fino temperirana.

Bez kritične mase stranih investitora i sa kontraproduktivnom regulativom situacija u Srbiji podseća na „igru sa negativnom sumom”. Naime, radnici ne veruju menadžerima, menadžeri vlasnicima, vlasnici državi a investitori nikome. U pitanju je teška tranziciona patologija pošto je poverenje, pored očekivanja, ključna reč za investicije.

Dobre vesti analize podataka za 2007. godinu su stabilan kurs, rekordne bruto devizne rezerve od oko EUR 9,36 milijardi kao i značajna stopa privrednog rasta od 7,3%. Međutim, u opštoj oceni stanje druge činjenice sa negativnim predznakom imaju mnogo veći ponder. Pre svega, dvocifrena inflacija. Jedan od pokazatelja pada privredne konjunktura je pad broja malih i srednjih preduzeća. Takođe, tamna strana priče je i fiskalna politika. Doduše budžet je izbalansiran ali plate rastu neumereno. Plate koje rastu više nego dvostruko brže od produktivnosti vrše pritisak na inflaciju i smanjuju konkurentnost. Kultura fiskalne ekstravagancije nije spojiva sa restriktivnom monetarnom politikom.

Pomenuti problemi otvaraju pitanje realnosti kursa i održivosti inflacije čak i na ovom nivou. Sve ovo govori da tranzicija ne samo da nije završena, već i da gubi ritam, pretvarajući se u „umetnost radi umetnosti”, odnosno u tranzicionizam. Prethodna poenta prikazana je na Ilustraciji 6.

Ilustracija 6. Kretanje GDP u tranzicionizmu



4. KAKO DA SRBIJA IZAĐE IZ TRANZICIONIZMA?

Srbija se razlikuje od drugih privreda u tranziciji, pre svega, po presudnom uticaju geopolitičkog faktora. Sprovođenje tranzicije u zatvorenoj privredi dovodi do niza patologija. Posledice su očigledne: inflatorni pritisak kao posledica nesklada između ponude i tražnje kao i investiciona kratkovidnost kao posledica raštimovane privrede i neprimerene regulative.

Početak 2008. godine u Srbiji se postavljaju dva suštinska pitanja. Da li se možemo izvući iz tranzicione recesije? Šta treba uraditi da bi izašli iz tranzicionizma? Očigledno je da se Srbija nalazi na raskrsnici. Prva mogućnost je da nastavi po inerciji pragmatičnih rešenja čiju suštinu čine sadašnji monetarni model i politika tržišnog kursa na makro planu i ubrzana privatizacija na mikro planu ali sa neizvesnim rezultatima u vezi ne samo spoljne likvidnosti, već i same makroekonomske stabilnosti. Druga mogućnost je da se korisno upotrebe dosadašnji rezultati na planu makroekonomske stabilizacije ali i da istovremeno otkloni greške i nedoslednosti na planu makroekonomskih reformi (pre svega, u pravcu izrade novog monetarnog modela i restriktivne fiskalne politike) i da se skoncentriše na nekonvencionalne inicijative kojima se uvode mikroekonomske reforme u privatnom i javnom sektoru. Očigledno je da makroekonomske politike predstavljaju samo jedan deo problema. Drugi deo se odnosi na završetak institucionalnih reformi i intenziviranje reindustrijalizacije. Međutim, reindustrijalizacija nije moguća bez mikroekonomskih reformi i industrijskih politika koje obezbeđuju investicije. Bez investicija tranzicija ne dovodi do progressa već do vrćenje u začaranom krugu. Reindustrijalizacija je uslov ne samo za održiv razvoj, već i za održive reforme. Investicije treba da obezbede Srbiji da stane na sopstvene noge kako bi eliminisala tranzicioni deficit, održala socijalnu i političku stabilnost kao i spoljnu likvidnost. Prioritet predstavljaju investicije u strategijske sektore u kojima je država jedini ili dominantni vlasnik (energetika, telekomunikacije i poljoprivreda). Ove investicije bi se mogle finansirati aktiviziranjem procedure prve javne ponude i dokapitalizacijama strategijskih partnera. Takođe, treba intenzivirati investicije u infrastrukturu (puteve, luke, sisteme navodnjavanja, mostove i sl.). Zbog visokog ste-

pena zaduženosti, ove investicije treba finansirati iz koncesija i BOT aranžmana. Kada se postigne prethodno, može se očekivati drugi talas investicija u sektore razmenjivih proizvoda kao i u finansijski sektor.

Država svojim merama i ponašanjem regulatornih tela ne treba da bitno utiče na mikromenadžment privatnih preduzeća. Međutim, ono u čemu država treba da bude aktivna to je mikromenadžment javnog sektora. U pitanju je bliže određivanje strategije razvoja i unapređenje korporativnog upravljanja u javnom sektoru. Javna preduzeća ne treba da budu feud političkih partija već moraju da imaju profesionalni menadžerski tim koji se kontroliše preko biznis plana i plana investicija. Takođe, u odborama direktora javnih preduzeća treba obezbediti veće prisustvo nezavisnih neizvršnih direktora.

Stavljanjem u kontekst svih činjenica koje opisuju privredni trenutak u kome se Srbija nalazi anegdotskog, suštinskog i statističkog karaktera nedvosmisleno se može zaključiti da ovo stanje ne trpi reprize. Da bi se Srbija iz tranzicionizma vratila na put tranzicije, neophodno je sledeće:

1. dinamiziranje privrede
 2. razumna regulacija
 3. razvoj korporativnog upravljanja
1. *Dinamiziranje privrede.* Prethodna analiza je pokazala privreda Srbije trenutno ima tranzicioni deficit od 34% GDP u odnosu na početak tranzicije. Otuda dinamiziranje privrednog rasta predstavlja suštinsko pitanje tranzicione strategije i makroekonomskih politika.

Analiza makroekonomskih politika uvek bazira na konfrontiranju ljudske prirode i načina na koji se uspostavlja interakcija između tržišnih sila. Većina ekonomista se slaže da četiri faktora bitno utiču na ekonomski rast: (a) makroekonomska stabilnost, (b) intenzitet konkurencije i, posebno za privrede u razvoju, stepen liberalizacije, (c) institucije sistema i regulativa, i (d) mikroekonomski menadžment. Što se tiče makroekonomske stabilnosti, ona je u Srbiji delimično ostvarena (stabilnost kursa, nestabilnost cena) te se ne može računati da će imati trajni karakter. Pri tome je monetarna kontrola inflacije veoma skupa i dugoročno neodrživa.

Otuda i skepsa prema trenutnom vajabilitetu privrede Srbije u smislu da je odnos između duga i dohodka privrede i stanovništva na takvom nivou da lako može da sklizne u delikventno ponašanje i defoltiranje. Ovo se naročito odnosi na privatne preduzetnike koji imaju visok stepen zaduženosti. Ovaj stav se može relaksirati ukoliko se u analizu uključi i imovina kojom raspolažu dužnici. Međutim, problem je u tome što naše stanje nije u skladu sa fundamentalnim pretpostavkama ekonomske teorije da rast duga ide ruku pod ruku sa prosperitetom ekonomije. Drugim rečima, brži rast duga od dohodka nije pokriven rastom produktivnosti koja uvećava vrednost aktive koja služi kao sredstvo za obezbeđenje duga.

Bilans tekućih transakcija je bolje merilo stresa privrede od spoljnog duga pošto ukazuje na mnogo važniju nekomfornost privrede Srbije, investicionu kratkovidost. Deficit bilansa tekućih transakcija se od tolerantnih 9,7% u 2005. godini transformisao u netolerantnih 15,8% u 2007 godini. Deficit bilansa tekućih transakcija mora sanirati zbog opasnosti od nelikvidnosti. Nije svejedno iz kojih se izvora sanira deficit, domaćih ili stranih. Što se tiče domaćeg duga, on ima širu bazu servisiranja. Međunarodno finansiranje duga komplikuju promenljivi devizni kursevi i kamatne stope ali generalno to ulazi u normalan poslovni rizik.

Najbolji način za saniranje duga je rast stranih investicija (direktnih i portfolio) kao finansijskog kontratega trgovinskog deficita. Jedan broj ekonomista smatra da kupovina državnih hartija od vrednosti, posebno repo papira, od strane stranih investitora podiže vrednost domaće valute te još više podstiče rast uvoza. Teško je prethodnu tvrdnju dokazati ali je intuciji blisko da monetarnom sterilizacijom i manipulacijom kursa od strane Narodne banke Srbije dolazi do njegovog precenjivanja. Ipak ostaje dilema zašto visok deficit bilansa tekućih transakcija ne utiče na slabljenje dinara kako bi se stimulisao izvoz i destimulisao uvoz. Monetarne vlasti verovatno ne pristupaju ovoj meri zbog straha da posle dugogodišnje politike apresijacije dinara

zakret prema depresijaciji može da otvori nov problem, koliko ići daleko u toj orijentaciji a da se izbegne kolaps dinara. Deficit bilansa tekućih transakcija mogao bi da bude još teže rešivo pitanje ukoliko Srbija u dogledno vreme ne reši problem geopolitičkog pozicioniranja i time otvori problem nemogućnosti finansiranja deficita iz izvora međunarodnih finansijskih organizacija.

2. *Razumna regulacija.* Regulacija utiče na stopu prinosa. Nagle izmene regulative i kapriciozno ponašanje regulatora utiču na umrtvljavanje aktive, rast troškove održavanja privatne svojine, rast rizika i rast troškova finansiranja. Isto važi za finansijski i nefinansijski sektor.

Što se tiče nefinansijskog sektora, interesantno je da iako na globalnom tržištu nema suštinske razlike između domaćih i međunarodnih konkurenata, domaći konkurenti su pod mnogo većom pažnjom regulatora posebno u zoni borbe protiv monopola i zloupotrebe dominantnog položaja na tržištu. Takođe, postoji velika skepsa prema primerenosti kontrole monopola u informatičkoj privredi. Na primer, o značaju inovacija umesto kontrole monopola govori A. Greenspan [4, str.494] kada kaže da se „antimonopolsko zakonodavstvo, nikada nije pokazala kao prokonkurentsko sredstvo a posebno to ne može biti u digitalnoj privredi u kojoj inovacija preko noći pretvara gorilu u bebu šimpanze”.

Čak i argument o upotrebi niskih cena da bi se eliminisali konkurenti sa tržišta ne stoji. Čak i kad su troškovi preduzeća koja preduzimaju takvu strategiju niži od konkurentskih, to je gubitnička strategija. Eventualno povećanje cena posle povlačenja konkurenta sa tržišta je kratkovida orijentacija pošto je to najbolji način da se u eri hiperkonkurencije izgube kupci. Strategije dolaze i odlaze ali krajnj cilj konkurentske utakmice ostaje, ostvariti maksimalnu stopu prinosa za date rizike. Nezavisno od strategije, konkurencija efikasno funkcioniše afirmišući prednosti slobodnog i otvorenog tržišta.

3. *Razvoj korporativnog upravljanja.* Kontrola korporacija od strane njenih akcionara je od suštinske

važnosti za tržišni kapitalizam, posebno za tržište kapitala. U korporacijama, kao i u drugim socijalnim institucijama, delegiranje autoriteta vođenja posla može da dovede do autoritarnog ponašanja. Autoritarno ponašanje nije problem dok su rezultati dobri (prosvučeni apsolutizam). Međutim, problem nastaje u slučaju loših rezultata. Tada striktna kontrola menadžera postaje prioritetno pitanje. Međutim, potraga za zdravim balansom između diskrecije menadžera i efektivne kontrole vlasnika nikada ne prolazi bez kontroverzi.

Postoji višedecenijski pritisak različitih vladinih agencija kao i različitih interesnih grupa na institucionalne investitore, pre svega penzione fondove, da koriste svoje glasačko pravo na način da se obnovi nekadašnja "korporativna demokratija". Međutim, praktični primeri neetičnog ponašanja menadžera u Enron and WorldCom dovelo je korporativno upravljanje u drugu krajnost, antikorporacijski populizam. Regulatori su odgovorili Serbanes-Oxley zakonom iz 2002 godine koji je imao velikim uticaj na regulativu u EU. Suština ovog zakona je povećavanje odgovornosti za prikazivanje finansijskog zdravlja korporacije po dva koloseka, vrhovna uprava i ovlašćeni revizor. U domenu vrhovne uprave uvodi se nekoliko mera. Pre svega, uvodi se obaveza za generalnog direktora i finansijskog direktora u vezi pravljenja izveštaja o finansijskom stanju korporacije za koji odgovaraju. Drugo, predsednik komiteta za reviziju mora biti stručno lice. Treće, uvode se u odbor direktora nezavisni neizvršni direktori kao eksperti iz oblasti. Što se tiče rada ovlašćenog revizora, glavna novost je kontrola revizora se od strane novog tela Odbor za računovodstveno praćenje listovanih korporacija.

Posle sprovedene (re)privatizacije u Srbiji stiče se utisak da je javnost veoma skeptična prema etici u menadžmentu, neki čak smatraju da je u pitanju oksimoron. Iskustvo sa razvijenim privredama pokazuje da je etika u menadžmentu suština efikasnog funkcionisanja korporacija. Ukoliko je menadžerski tim vođen konfliktnim interesima, korpora-

tivno upravljanje pati. Disonantnost u stavovima se posebno povećava u periodu tranzicije. Kakofonija nije dobrodošla i dovodi do problema.

Srbija nema "high-flying twenty first century" kompanije sa finansijskim derivatima i strategijama hedžinga. I dobro je što ih nema, mada i ta tendencija postoji. Jer i kod nas u Srbiji kao i u razvijenom svetu se uvek mora postaviti pitanje: šta proizvodi preduzeće i na koji projektovani profit se možemo hedžovati?

Kako uticati da se menadžeri ponašaju etično? Postoje dva načina: kontrola i motivacija. Preterana kontrola može biti kontraproduktivna. Neki smatraju da današnji menadžeri pod pritiskom regulative provode bar polovinu radnog vremena razmišljajući o tome kako da izbegnu zatvor. Da li je to preterano? Verovatno ne, crni humor je često blizu realnosti. Većina se slaže da menadžeri u Srbiji provode mnogo manje vremena u produktivnom konceptualizovanju poslovanja nego što bi to bilo neophodno. Drugi način je motivacija. Danas u svetu postoji jasno izražen trend da se nagrađivanje menadžera veže za vrednost kompanija kojima rukovode. Pri tome treba imati u vidu da dolazi do rasta tržišne vrednosti kompanija. Značajan deo kompanzacija menadžera u akcijama i opcijama čije cene mogu rasti nezavisno od uspeha kompanijske strategije i kvaliteta menadžerskog tima. Na rast cena akcija utiče veći broj faktora kao što su promene u kamatnim stopama, inflacija i dr. Opcije danas predstavljaju jedno od glavnih sredstava za nagrađivanje menadžera u brzorastućim granama. O značaju ovog instrumenta govori i njihov odnedavni računovodstveni tretman kao troška poslovanja. Generalan stav je da ukoliko je sistem kompenzacija sa opcijama pravilno postavljen, dolazi do usklađivanja interesa menadžera i vlasnika. Prema [4, str.434], postoji nekoliko stavova u vezi sa korišćenjem ovog instrumenta nagrađivanja menadžera. Prvo, u pitanju je veoma važno sredstvo nagrađivanja menadžera (korektno). Drugo, ukoliko se opcije smatraju troškom poslovanja to će smanjiti njihovu upotrebu (verovatno tačno). Treće, korišćenje opcija dovodi do razvodnjavanja zarade po akciji (irelevantno).

tno). Četvrto, nije moguće izračunati troškove opcije kako bi se one mogle iskazati u finansijskim izveštajima (pogrešno).

Devetnaest godina od otpočinjanja tranzicije političari još nije uspeli da reše suštinski problem Srbije koji bitno utiče na ekonomiju, geopolitičko repozicioniranje. Stiče se utisak da je glavni razlog za takvo stanje neiskren stav prema zahtevima tzv. „medjunarodne zajednice“, strategija kupovine vremena i zaokupljenost sopstvenim interesima ili interesima partijeske birokratije. Stiče se utisak da političke elite koje su sprovođile tranziciju pre i posle 2000. godine, uprkos bitnim ideološkim razlikama, imaju sličnu etičku osnovu svog ponašanja. Ta činjenica je smanjila efekte mnogih reformi pošto politički diskontinuitet nije doveo do bitnog institucionalnog diskontinuiteta („što se više menja, to je više isto“). Privreda sa kašnjenjem u tranziciji je veoma ranjiva na eksterne šokove kao što su skok cena energenata i rast kamata.

ZAKLJUČAK

Početakom 2008. godine privreda Srbije se nalazi pred recesijom. O tome govore, anegdostske, terijske i statističke činjenice. Rast se usporava, inflacioni pritisak se povećava a konjunktura na tržištu kapitala opada. U pitanju nije recesija konvencionalnog tipa uslovljena krizom hiperprodukcije, već tranziciona recesija uslovljena krizom produkcije u raštimovanom sistemu. Suprotno skepticima, u koje i pisac ovog rada spada, optimisti bi ovu fazu tranzicije mogli da nazovu i „ekonomska pauza“ što bi bila politički nesepetična fraza za usporavanje ritma tranzicije usled nedovoljnog nivoa privredne aktivnosti, niske profitabilnosti, nedovoljnih investicija i visoke nezaposlenosti.

Posle predsedničkih izbora i krize vlade početkom 2008. godine, Srbiji je potreban nov smisao za koheziju. Preduslov kohezije je izvodljiv i prihvatljiv program geopolitičkog pozicioniranja. Da bi program bio izvodljiv, prvo se moraju rešiti uzroci krize vezani za geopolitički faktor. Da bi oči bile usmerene na EU, neophodno je čvrsto stojati na zemlji u pogledu nekoliko geopolitičkih pitanja. Bez geopolitičkog rešenja, u raštimovanoj ekonomiji niskih mogućnosti čak i najbolje mere ekonomske i tranzicione politike promašuju metu.

Prihvatljiv program znači proevropsku ali ne anti-

rusku orijentaciju Srbije. Proevropska orijentacija znači, pre svega, institucionalnu kompatibilnost sa EU. Orijentacija na Rusku federaciju znači uvođenje strategijskih partnera, pre svega, u oblast energetike i povezane grane. Tek kada reši svoj geopolitički položaj, Srbija će biti konstituenta regiona a ne rezidium interesa suseda. Izvodljivo i održivo geopolitičko rešenje je preduslov da ekonomske reforme omoguće zamenu tranzicionizma državom blagostanja.

Da li se za Srbiji mogu praviti ekonomska predviđanja? Uz pretpostavku (geo)političke i institucionalne stabilnosti kao posledice novog smisla za koheziju, verovatno da pošto tržište u dugom roku teži stabilnosti te je tržišna privreda mnogo predvidljivija u dugom roku nego u kratkom roku. Međutim, održavanje makroekonomske ravnoteže neće biti lako pitanje. Dugoročne ekonomske projekcije uvek su zasnovane na dve grupe podataka visoke predvidivosti: stanovništvo i produktivnost. Zbog demografskog rizika, za očekivati je da će stanovništvo u narednom periodu biti inflatorni faktor. To će se odraziti ne samo na cenu radne snage, već i na rast socijalnih troškova. Država očigledno neće biti u stanju da održava *pay-as-you-go* sistem penzionog osiguranja koji zahteva rast populacije. U uslovima kada je stopa rađanja mnogo manja od stope prirodne zamene stanovništva, radna snaga opada i učesće izdržavanih lica raste. Što se tiče uticaja rasta produktivnosti, uprkos kumulativnom karakteru znanja, u uslovima nedovoljnog kapitalnog ulaganja uticaj ovog faktora će biti ograničen.

Poseban problem u pravljenju dugoročnih projekcija predstavlja održavanje spoljne likvidnosti. Trenutno spoljni dug je na granici tolerancije. Dugoročno se može pretpostaviti da će troškovi servisiranja medjunarodnih kredita rasti zbog pretpostavljenog rasta kamata..

Značajan problem predstavljaju i industrijske politike. Da li je moguće pretpostaviti da će GDP Srbije u narednih četvrt veka biti u trendu vodećih privreda, znači više konceptualan a manje naturalan? Odnosno, da li će u stvaranju GDP dominirati inovacije, odnosno, opredmećene nove ideje informatičkih i telekomunikacionih tehnologija? U uslovima ovakvog odliva mozgova, verovatno, čak i sigurno, ne. Međutim, šansa Srbije su povoljni trendovi u razvoju cena energenata i poljoprivrede kao i razne tržišne

niše tradicionalnih proizvodnji sa dominacijom materijalne komponente ali sa inoviranim biznis modelom.

Na kraju, ali ne i po značaju, nalazi se problem razumne regulative. Iskustvo sa tržišnom privredom i kapitalizmom nedvosmisleno govori da za dati nivo razvoja kao i kulturni i obrazovni nivo stanovništva regulativa mora biti fino temperirana kako bi liberalizacija dovelo do rasta efikasnosti privrede, umesto do njene destrukcije. Nažalost, naši regulatori postaju "slavni" zbog toga što ih niko ne razume.

Šta predstavlja razumnu projekciju za ekonomiju Srbije za, recimo, 2030 godinu? U domenu makroekonomskih performansi, pre svega:

- osnovna inflacija 5-6%
- dvocifren procenat zarade na državne obveznice sa dospećem od 10 godina
- znatno veće stope prinosa na ulaganja u akcije i veća disperzija ulaganja
- smanjenje racija kapitalizacije ulaganja u nekretnine

Ostvarivanje ovih performansi moglo bi da pomogne da Srbija u naredna četvrt veka ekonomski preživi i prosperira. Progres se ne javlja automatski čak i u privredama sa većom kumulantom od Srbije. Ipak, progres zahteva prilagođavanja u politici i ekonomiji koja su bolna i teška. Ali nada da će se to prilagođavanje zaista i desiti nikada ne sme prestati.

IZVORI:

1. Balassa, B. (1964): *Purchasing power parity doctrine: A reappraisal*, *Journal of Political Economy*, Vol. 72
2. Cvjetičanin, D. (2007): *Uticaj državne regulative na portfolio odluke, Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja preduzetništva*, *Miločerski ekonomski forum 2007, SES i SCG, Miločer*
3. Đuričin, D. (1994): *Economies in Transition: Privatization and Related Issues*, *Dečje novine, Gornji Milanovac*
4. Greenspan, A (2007): *The Age of Turbulence*, *The Penguin Press, New York*
5. IFC/WB (2007): *Easy of Doing Business*
6. Samuelson, P. (1964): *Theoretical notes on trade problems*, *Review of Economics and Statistics*, Vol.46
7. Štiblar, F. (2007): *The Balkan Conflicts and Its Solutions*, *School of Law, University of Ljubljana, Ljubljana*



Dragan Đuričin

redovan profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu na predmetima Strategijski menadžment i Upravljanje projektima (diplomske studije) i Poslovna strategija i Strategijske finansije (poslediplomske studije). Kao konsultant Deloitte radi od 1994. godine, a od 2007. godine je izabran za predsednika. Predsednik je Saveza ekonomista Srbije. Bio je gostujući profesor Univerziteta u Veneciji i profesor Fulbright fondacije. Napisao je preko deset knjiga iz oblasti strategijskog menadžmenta, upravljanja projektima i ekonomike tranzicije. (Bio) je član odbora direktora: Metalac, Sintelon-Tarkett, Apatinska pivara-InBev, Hypo Alpe Adria Bank, Imlek, ABS Holdings i Institut za kardiovaskularne bolesti Dedinje

FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE KAO DETERMINANTA KVALITETA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Apstrakt

Nesumnjivo, sistem finansijskog izveštavanja predstavlja veoma važan faktor kvaliteta korporativnog upravljanja. Finansijski izveštaji preduzeća mogu da budu korišćeni u različite svrhe: kao izvor informacija o performansama preduzeća, njegovom finansijskom zdravlju i profitabilnosti, kao analitičko sredstvo za projektovanje budućih performansi i perspektiva, za rano otkrivanje signala o perspektivi preduzeća i kao mera odgovornosti menadžmenta. Oni imaju vitalnu ulogu u obezbeđenju efikasne alokacije kapitala prema najprofitabilnijim i najperspektivnijim preduzećima. Ovakva alokacija kapitala povećava sigurnost investitora, ohrabruje investiranje i doprinosi likvidnosti tržišta hartija od vrednosti. Konačno, finansijski izveštaji se koriste da bi pomogli investitorima u donošenju boljih ekonomskih odluka. Zbog svega ovoga korporativno finansijsko izveštavanje je od velikog značaja za smanjenje informacione asimetrije i efikasno funkcionisanje tržišta kapitala.

U prvom delu rada ukazano je na povezanost između korporativnog upravljanja, informacione asimetrije i finansijskog izveštavanja, odnosno na domete finansijskog izveštavanja u procesu smanjenja informacione asimetrije i povećanja kvaliteta korporativnog upravljanja. Nakon toga data je kratka deskripcija koristi, ograničenja i pratećih rizika sistema finansijskog izveštavanja.

Ključne reči: korporativno upravljanje, informaciona asimetrija, finansijsko izveštavanje, finansijski izveštaji, tržište kapitala, investitori.

Abstract

Certainly, the financial reporting system is very important factor of corporate governance of quality. A company's financial statements can be used for various purposes: as a source of information about the company's performance, financial health and profitability, as analytical tool for planning of ongoing performance and prospects, as an early warning signal and as a measure of management accountability. They have vital role in providing efficient capital allocating to the most profitable and prospect firms. This capital allocation increases investors' protection, encourages investments, and provides a market liquid of securities. Finally, financial statements are used in order to help investors to make better economic decisions. Because all of this, corporate financial reporting is very important for decrease of information asymmetry and efficient functioning of the capital market.

The first part of work implies to connection between corporate governance, information asymmetry and financial reporting, that is to possibilities of financial reporting in the process of decrease of information asym-

metry and increase of corporate governance quality. Furthermore, there are concise descriptions benefits, limitations and following risks of financial reporting system.

Key words: corporate governance, information asymmetry, financial reporting, financial statements, capital market, investors.

UVOD

Svedoci smo činjenice da poslednjih nekoliko godina jača interesovanje različitih interesnih grupa za dešavanjima na području finansijskog izveštavanja. Povećana pažnja jednako je relevantna za investicionu javnost, menadžment, državu, regulatorna tela, profesionalne asocijacije i međunarodne institucije. Zajednički interes ogleda se u naporima institucionalnog i infrastrukturnog podizanja kvaliteta na ovom području. Ova konstatacija relevantna je za sve zemlje u tranziciji, što je i razumljivo ako imamo u vidu dugogodišnju izopštenost korporativnog ambijenta i u takvim okolnostima otežano razumevanje suštine i neophodnosti finansijskog izveštavanja. Prisutni napori u pravcu ujednačavanja domaće izveštajne prakse sa međunarodnim standardima relevantnim za ovo područje otuda predstavljaju razumljivu potrebu.

Aktuelizacija problema finansijskog izveštavanja, međutim, nadilazi razloge koji su posledica opterećujućeg nasleđa u zemljama u tranziciji. Problem je toliko ozbiljan da se on u veoma oštroj formi postavlja i u zemljama razvijenih tržišnih privreda, koje imaju dugogodišnje korporativno iskustvo, respektibilnu zakonodavnu i profesionalnu regulativu, razvijenu računovodstvenu praksu i bogatu tradiciju na ovom području. Brojna loša iskustva, koja su se manifestovala bankrotstvom poznatih svetskih kompanija, velikim gubicima investitora i uznemirenjem investicione javnosti, bila su praćena kreiranjem pogrešnih informacija u finansijskim izveštajima. Ovo navodi na potrebu preispitivanje pojedinih postulata na kojima se bazira sistem finansijskog izveštavanja.

Zašto je finansijsko izveštavanje pobudilo toliku pažnju? Odgovor na ovo pitanje upućuje na podsećanje uloge finansijskog izveštavanja u procesu smanjenja informacione asimetrije, njegovog značaja u kreiranju stabilnog poslovno-finansijskog ambijenta i važnosti u procesu efikasne alokacije kapitala. Usled brojnih finansijskih manipulacija u procesu finansijskog izveštavanja, problem je toliko ozbiljan da upozorava menadžment na njegovu odgovornost za kvalitet finansijskog izveštavanja, računovođe na profesionalnu odgovornost u skladu sa važnošću posla koji obavljaju, kao i na odgovornost onih koji kreiraju regulatorni i profesionalni okvir. Takođe, preispitivanje načina obezbeđenja kvaliteta finansijskog izveštavanja nalaže i preispitivanje dodeljivanja nadležnosti i odgovornosti za finansijsko izveštavanje.

KORPORATIVNO UPRAVLJANJE, INFORMACIONA ASIMETRIJA I FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE

Problem korporativnog upravljanja u relevantnoj literaturi se često predstavlja kao način na koji se korporativna preduzeća vode i kontrolišu. U središtu pažnje, dakle, nalaze se problemi upravljanja i kontrole, što je sasvim razumljivo ako imamo u vidu suštinu funkcionisanja korporativnog preduzeća. Generalno, dostizanje potrebne funkcionalne sposobnosti ovakvih preduzeća podrazumeva pribavljanje potrebnog kapitala, što se čini emisijom akcija koje kupuju investitori na tržištu kapitala. U osnovi ovog procesa, između ostalog, stoji problem podvajanja vlasništva od upravljanja i, posledično, podvajanje vlasničkih od upravljačkih rizika. Korporativno upravljanje, pri tome, možemo razumeti kao proces u kome menadžeri profesionalno upravljaju korporativnim resursima u cilju dostizanja određenog nivoa performansi, dok vlasnici nastoje da kontrolišu menadžment, kako bi osigurali da menadžeri preduzimaju aktivnosti koje vode kreiranju vrednosti za vlasnike. Sa stanovišta interesa investitora problem efikasnosti upravljanja počinje da bude aktuelan od trenutka razmatranja mogućnosti ulaganja u konkretno preduzeće do trenutka realizacije interesa vezanih za učinjena ulaganja.

Sistem korporativnog upravljanja funkcioniše u skladu sa konceptom agencijske teorije. Između vlasnika (princi-

pala) i menadžmenta (agenata) formira se svojevrsni ugovorni odnos prema kome agenti preuzimaju obavezu da obavljaju aktivnosti upravljanja u interesu vlasnika, dok za uzvrat dobijaju odgovarajuće kompenzacije. Ako bi u ovakvoj situaciji menadžeri bili kompetentni, odgovorni i poštteni, odnosno ako bi poverene poslove obavljali na profesionalnom nivou, poštujući dobre poslovne običaje i prihvaćene etičke standarde, onda se verovatno problem efikasnosti korporativnog upravljanja ne bi postavljao, ili ne bar u oštrijem formi.

Sama mogućnost da interesi menadžera mogu da divergiraju od interesa vlasnika, otvara problem efikasnosti korporativnog upravljanja. Zloupotreba informaciono superiornije pozicije od strane menadžmenta, s jedne, i nemogućnost efikasne kontrole njihovog rada, s druge strane, vode stvaranju agencijskog problema koji se manifestuje stavljanjem u prvi plan pojedinačnih interesa menadžera na račun interesa vlasnika. Agencijski problem vodi nastajanju agencijskih troškova, što ima za posledicu smanjenje efikasnosti korporativnog upravljanja i pad tržišne vrednosti preduzeća.

Da bi obezbedili realizaciju sopstvenih interesa u korporativnom preduzeću vlasnici biraju bord direktora na koji prenose široka ovlašćenja i odgovornosti u cilju osiguranja da korporativno preduzeće funkcioniše u najboljem interesu vlasnika, instalira različite kontrolne mehanizme u vidu interne revizije i sistema internih kontrola, kao i različite podsticajne programe, koji često rezultiraju u bogatim kompenzacionim paketima za članove borda i izvršne direktore. Koncentracija vlasništva, takođe, predstavlja način da se efikasnije kontrolišu vlasnički interesi. Iako se ovakvim postupcima konflikti interesa mogu umanjiti, činjenica je da se oni ne mogu u potpunosti eliminisati, a samim tim i njihov uticaj na visinu agencijskih troškova i tržišnu vrednost preduzeća. Tako, na primer, izabrani bord direktora može da bude nekompetentan, pa, posledično, i nesposoban da ostvari svoju ulogu. Pored toga, on ponekad nedovoljno respektuje interese akcionara ili, što se u praksi ne retko dešava, on može da bude pod uticajem direktora i da bude kontrolisan, umesto da kontroliše. Uz to, interni kontrolni mehanizmi nisu savršeni, koncentracija vlasništva je moguća u ograničenom

broju preduzeća, a efikasne kompenzacione pakete nije jednostavno razviti.

Pored internih kontrolnih mehanizama, koji su u funkciji podizanja efikasnosti korporativnog upravljanja, važnu ulogu u tom procesu imaju i tzv. spoljni kontrolni mehanizmi.¹ Brojne empirijske studije su pokazale da loše performanse, merene nepovoljnim kretanjima cena akcija, često rezultiraju promenama u upravljačkom timu (Warner, Watts, and Wruck 1988, Weisbach 1988, Denis and Denis 1995, Shleifer and Vishny 1997).² Uprkos tome što pomeranja u tržišnim cenama akcija ne moraju da budu posledica dejstva faktora koji su pod kontrolom menadžmenta, kretanja cena akcija se koriste kao povod za „disciplinovanje“ menadžmenta. Pojava institucionalnih investitora, takođe, ograničava slobodu u ponašanju menadžera (kada je reč o uvažavanju interesa vlasnika), budući da se radi o moćnim institucionalnim investitorima velike finansijske snage, koji, iako, po pravilu, nemaju većinsko učešće u kapitalu, ostaju u preduzeću i bore se za svoje interese. Stalne pretnje od neprijateljskog preuzimanja, koje u slučaju realizacije imaju za posledicu smenu menadžmenta, takođe ograničavaju ponašanje menadžera koje bi vodilo ozbiljnijem ugrožavanju interesa vlasnika.

Uprkos prisutnim eksternim i internim kontrolnim mehanizmima, koji svakako pozitivno utiču na podizanje kvaliteta efikasnosti korporativnog upravljanja, problem informacione asimetrije ostaje kao potencijalna opasnost po interese investitora. Informaciona asimetrija čini mogućim prikrivanje pravih performansi kompanije, slanje pogrešnih signala investicionoj javnosti, zaobilaženje zakonske i profesionalne regulative, ignorisanje internih pravila, a sve u cilju ostvarenja ličnih na račun opštih korporativnih ciljeva. Neefikasno korporativno upravljanje, koje nastaje kao posledica informacione asimetrije može da ima drastične posledice. Naizgled uspešne kompanije, atraktivne za ulaganja, u takvim uslovima propadaju preko noći, teret velikih gubitaka prvo podnose akcionari, a onda i drugi investitori, što kao prateću pojavu ima za posledicu širenje nepoverenja u funkcionisanje finansijskih tržišta.

Iako se informaciono superiornija pozicija jednih

u odnosu na druge učesnike na tržištu kapitala ne može u potpunosti izbeći, ako ni zbog čega drugog ono zbog različite sposobnosti interpretiranja dostupnih informacija, problem informacione asimetrije se može ublažiti. U tom kontekstu, važna uloga pripada sistemu finansijskog izveštavanja koji obezbeđuje transparentnost procesa na tržištu i preko toga utiče na sigurnost učesnika na tržištu kapitala i opštu finansijsku stabilnost. Zapravo, razvoj korporativnog poslovnog ambijenta i finansijskih tržišta proširili su značaj računovodstvenih informacija. Dva su bitna razloga za to. Prvo, sigurnost i ravnopravna informisanost učesnika na finansijskom tržištu jesu bitne pretpostavke njegovog efikasnog funkcionisanja. Ukoliko se, u smislu institucionalno regulisane dostupnosti informacija, investitori nalaze u neravnopravnom položaju rizici po osnovu negativne selekcije (pogrešan izbor privrednog subjekta prema kome se usmerava kapital investitora) i rizici zloupotrebe (rizik da emitent hartija od vrednosti nakon njihove prodaje preduzima aktivnosti koje nisu u najboljem interesu investitora) postaju toliko veliki da ugrožavaju efikasno funkcionisanje tržišta kapitala. Drugo, efikasno finansijsko tržište predstavlja preduslov stabilnosti i efikasnosti ukupnog finansijskog sistema, te, samim tim, i dugoročno održivog privrednog razvoja.

Javno publikovanje informacija relevantnih za odvijanje pojedinih procesa na finansijskom tržištu, ima za cilj da približi stepen informisanosti različitih investitora, ali i da približi stepen informisanosti investitora i menadžmenta preduzeća koji se često nalazi u informaciono superiornijem položaju. Finansijski izveštaji koji su dominantno eksterno orijentisani, imaju za cilj pružanje što sigurnijeg uvida u postojeću i perspektivnu poziciju preduzeća. Činjenica da, kao jedini potpuni kvantitativni izvor informacija o funkcionisanju preduzeća, predstavljaju nosioce bitnih informacija za eksterne korisnike, bila je od presudnog značaja da oni dobiju javni karakter i postanu jedan od glavnih (često i jedini) izvor informacija za investitore.

Informaciona asimetrija ozbiljno ugrožava efikasnost finansijskih tržišta. Postojanje informacione asimetrije može imati za posledicu da lošija, manje perspektivna preduzeća imaju iste ili slične mogućnosti za pribavljanje kapitala, kao i ona koja imaju u izgledu bolje per-

1 Više videti: Weston, F. J., Siu, J. A., Johnson, B. A., Takeovers, Restructuring, and corporate Governance, Prentice Hall, New Jersey, 2001., p. 608-616.

2 Isto, p. 608-609.

spektivne performanse. Sa stanovišta pojedinačnih investitora to može da znači, između ostalog, da će oni zbog informacione inferiornosti nekad plaćati više za akcije koje realno vrede manje. Važi i obrnuto, oni će ponekad prodavati po ceni koja je ispod stvarne vrednosti.³ Drugim rečima, postoji problem otežanog prepoznavanja dobrih i loših preduzeća, što otežava efikasnu alokaciju kapitala i smanjuje performanse svih učesnika.⁴ Efekti informacione asimetrije su veoma nepovoljni: udaljavanje od najproduktivnije upotrebe kapitala, obaranje performansi preduzetničkog sektora, smanjenje zaposlenosti i usporavanje privrednog rasta. Ne treba zaboraviti ni propratne efekte u vidu manjih primanja zaposlenih, nižih poreskih prihoda i posledica po makroekonomsku stabilnost.

Rizik zloupotrebe postoji kada korporativni menadžment, zloupotrebjavajući svoju informaciono superiorniju poziciju, preduzima aktivnosti koje nisu u najboljem interesu investitora. Agencijski troškovi u ovakvoj situaciji rastu kao posledica neinvestiranja u najprofitabilnije projekte, nedovoljnog angažovanja na nalaženju dovoljno dobrih projekata, prekomernog investiranja u neproduktivnu potrošnju, preteranog zapošljavanja administrativnih radnika i sl. Tako, na primer, menadžment pribavljeni kapital od investitora u obične akcije može koristiti za isplatu visokih kompenzacija izvršnim direktorima ili prihvatanje investicija koje nisu u najboljem interesu davaoca kapitala. S druge strane, ako se u ulozu davaoca kapitala pojavljuju kreditori, menadžment može tako dobijena sredstva da iskoristi za plaćanje dividendi ili za preduzimanje visoko rizičnih projekata. U prvom slučaju smanjuju se dostupni izvori za otplatu postojećih dugova u slučaju finansijske krize, dok su u drugom slučaju štetne posledice disproportionalno veće za kreditore nego za menadžment.⁵

3 Više videti: Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., *Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2005., p. 336-337., kao i Ogden, J. P., Jen, F. C., O Connor, P. F., *Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies*, Prentice Hall, New Jersey, 2003. p. 101-105.

4 Pretpostavimo situaciju u kojoj je jedna polovina ukupnih poslovnih ideja dobra, a druga polovina loša. Ako investitori ne mogu da naprave razliku između dobrih i loših ideja menadžment će pokušati da loše ideje «proda» kao dobre ideje. To znači da će tržište kapitala potceniti neke dobre ideje i preceniti neke loše ideje. Očigledno investitori koji finansiraju ove ideje neće biti u istom položaju. O informacionoj asimetriji više pogledati: Healy, M. P., Palepu, G. K., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001., p. 407-409.

5 O ovome više pogledati: Healy, M. P., Palepu, G. K., op. cit. p. 409-410.

Dakle, pouzdane, relevantne, nepriviligovane i javno dostupne informacije od značaja za investitore predstavljaju veoma osetljiv problem koji je direktno povezan sa funkcionisanjem finansijskog tržišta. Glavni smisao finansijskog izveštavanja proizilazi iz njegove dominantno eksterne orijentacije koja se ogleda u potrebi obezbeđenja informacione osnove za donošenje ekonomskih odluka, kao što su: 1) odluke o investiranju, zadržavanju ili prodaji akcija, kupovini emitovanih dužničkih hartija od vrednosti, odobravanju kredita, reprogramiranju dugova i sl., 2) ocena kvaliteta upravljanja poverenim kapitalom, odnosno procena sposobnosti menadžmenta da kreira dodatnu vrednost i 3) ocena izloženosti preduzeća kratkoročnim i dugoročnim finansijskim rizicima.

Činjenica da postojanje javno dostupnih finansijskih informacija smanjuje informacione rizike navodi na zaključak da kvalitetan sistem finansijskog izveštavanja predstavlja bitnu pretpostavku efikasnog odvijanja aktivnosti na finansijskom tržištu. Tome u prilog govori i činjenica da finansijski izveštaji predstavljaju sastavni deo obavezne dokumentacije koja prati važne procese na finansijskom tržištu, kao što su javna emisija, preuzimanje i sl. Informacije iz finansijskih izveštaja su sastavni deo prospekta neophodnog za trgovanje na berzi. Oni su nezaobilazan informacioni izvor za finansijske analitičare, konsultanate, finansijske posrednike i druge učesnike na finansijskom tržištu. Finansijski izveštaji, kao svojevrsna lična karta preduzeća, doprinose prepoznavanju perspektivnih preduzeća i usmeravanju kapitala prema takvim korisnicima. Čineći procese na finansijskom tržištu transparentnijim, a ulagače sigurnijim, odnosno smanjujući informacionu asimetriju, finansijski izveštaji doprinose jačanju poverenja u finansijsko tržište, ohrabruju domaće investitore da stave svoj novac u finansijske tokove i olakšavaju priliv stranog kapitala.

FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE KAO INFORMACIONI RESURS INVESTITORA

Pravovremene, standardizovane i javno dostupne informacije su preduslov funkcionisanja tržišta kapitala. Na tržištima kapitala širom sveta investitori razmenjuju milione vrednosnih papira stvarajući sopstveni portfolio u skladu sa očekivanim prinosom, percipiranim rizikom i vlastitim osećajem za profitabilna ulaganja. Središnja pita-

nja pri tome su: Da li kupljene ili prodate akcije vrede baš toliko? Da li sa prodajom treba sačekati? U kom pravcu će se kretati vrednost akcija u budućnosti? Činjenica je da ne postoje indikatori koji u potpunosti otkrivaju najbolje odgovore na ova pitanja. To ne mora da bude čak ni tržišna cena, budući da nema savršeno efikasnog tržišta i da sve informacije ne moraju da budu poznate investitorima. U odsustvu jasnih indicija tzv. intuitivni investitori se rukovode sopstvenim osećajem, pasivni investitori veruju u pretpostavku o savršeno efikasnom tržištu, dok se tzv. stock screeners pridržavaju nekih pravila, pa tako prodaju akcije kod kojih je odnos između cene i knjigovodstvene vrednosti akcija nizak ili kada je odnos između cene i zarade (dobitka) nizak.⁶

Svaki od pomenutih stilova prati povećan rizik da će platiti suviše mnogo ili da će prodati ispod njihove prave vrednosti. Rizik se može smanjiti proučavanjem informacija o preduzeću koje su u krajnjoj liniji sračunate na prepoznavanje prave vrednosti hartija od vrednosti korporativnog preduzeća. U tom kontekstu, finansijski izveštaji nisu samo izveštaji za ocenu prošlih i procenu budućih performansi preduzeća, već i sredstvo da investitori razumeju procese generisanja dobitka i novčanih tokova, kao i sa njima povezani proces kreiranja vrednosti, da prepoznaju ključne varijable koje treba uključiti u proces vrednovanja i procene izloženost preduzeća kratkoročnim i dugoročnim poslovnim i finansijskim rizicima.

Usmeravanje kapitala ka područjima njegove najprofitabilnije upotrebe je povezano sa brojnim problemima. Prvo, ovakve odluke su povezane sa ulaganjem značajnog iznosa sredstava i rizikom koji prati takva ulaganja. Drugo, investiranje je uvek povezano sa alokacijom resursa, odnosno njihovim usmeravanjem ka područjima najproduktivnije upotrebe. Treće, postoji veliki problem za vlasnike, pa i njihove finansijske savetnike, da prepoznaju perspektivna preduzeća koja su sposobna da stvaraju vrednost za vlasnike. Četvrto, dileme postoje i pri opredeljivanju da li ulagati na domaćem ili inostranom tržištu, da li u akcije, korporativne obveznice ili neke druge, možda sigurnije hartije od vrednosti. U tom smislu, ključno pitanje je kako kreirati sopstveni portfolio. Dinamičnost

finansijskih tržišta samo otežava pomenute izbore. Donositi odluke o investiranju i dezinvestiranju u takvim uslovima postaje veoma kompleksno.

Velika disperzija vlasništva dodatno usložnjava pomenute izbore. Otvorena akcionarska preduzeća često imaju na hiljade akcionara koji su realno udaljeni od stvarnih zbivanja u preduzeću. Informaciona utemeljenost njihovih odluka predstavlja ishodišnu pretpostavku kvalitetnog odlučivanja. Slične informacione zahteve imaju kreditori, finansijski analitičari, finansijski posrednici, poslovni partneri, fiskus i drugi. Informacije o održanju uloženog kapitala, stvorenoj dodatoj vrednosti, finansijsko-strukturnoj poziciji, dobitnim ostvarenjima, novčanim tokovima i sl. predstavljaju ishodište za procenu budućih performansi preduzeća u cilju smanjenja neizvesnosti i rizika u procesu donošenja odluka. Racionalno ponašanje različitih interesnih grupa očigledno pretpostavlja nepristrasne, pouzdane i relevantne informacije.

Finansijsko izveštajni sistem korporativnog preduzeća predstavlja jedini potpuni kvantitativni sistem u okviru koga se na regularnoj osnovi pripremaju informacije i kreiraju izveštaji o performansama preduzeća i njihovih menadžera u izabranom izveštajnom periodu. Svi poslovni događaji, odnosno sve poslovne transakcije tokom perioda slivaju se u finansijske izveštaje o stanju, uspehu, novčanim tokovima i promenama na kapitalu pokazujući stanje i promene u finansijsko-strukturnoj poziciji i zarađivačkoj sposobnosti preduzeća. Regularnost, konceptualno postavljena objektivnost i javni karakter učinili su ove izveštaje nezaobilaznom informacionom osnovom prilikom odlučivanja prvenstveno eksternih interesnih grupa, u prvom redu investitora, ali i važan informacioni oslonac poslovnih partnera, konkurencije, menadžmenta, regulatornih tela, vladinih agencija, zaposlenih i dr. Raznovrsnost informacionih potreba različitih interesnih grupa i zahtevana transparentnost, naročito za otvorena akcionarska društva, imaju za posledicu da finansijski izveštaji sadrže opšte informacije upotrebljive za širi krug korisnika.

Vlasnici, kao davaoci kapitala koji ne dospeva, zahtevaju informacije koje bi im pomogle u proceni kvaliteta upravljanja poverenim kapitalom od strane postavljene menadžmenta. U tom kontekstu, finansijski izveštaji

⁶ Penman, H. S., Financial Statement Analysis Security Valuation, McGraw Hill / Irvin, Nev York, 2001. p. 3.

predstavljaju sredstvo pomoću koga menadžment polaže račun o funkcionisanju preduzeća, ostvarenim prinosima i stvorenoj vrednosti. Kao takvi, finansijski izveštaji predstavljaju instrument monitoringa menadžmenta (agenata) od strane vlasnika (principala).

Zavisnost akcionara od informacija iz regularnih finansijskih izveštaja nije jednaka. Pozicija akcionara koji poseduju kontrolno učešće je povoljnija, budući da oni imaju mogućnosti da neposredno zahtevaju pripremanje potrebnih informacija. U ovakvom položaju nisu manjinski akcionari, kao ni druge interesne grupe. No, uprkos tome, i za većinske akcionare finansijski izveštaji su važni zbog: 1) kontrole efikasnosti upotrebe korporativnih resursa, 2) odlučivanja o kompezacionim paketima koji su u funkciji smanjenja agencijskih troškova, 3) sagledavanja ostvarenih prinosa akcionara u vidu dividendi i 4) sagledavanja kretanja odnosa između tržišne i knjigovodstvene vrednosti.

Manjinski akcionari često nemaju mogućnosti da realno ostvare pravo kontrole i da ozbiljnije kontrolišu efektivnost i efikasnost upotrebe korporativnih resursa. Oni su mnogo više zavisni od javno dostupnih informacija. U takve informacije spadaju one koje se nalaze u finansijskim izveštajima, kao i one koje su sastavni deo prospekta obaveznog za sva preduzeća čijim se akcijama trguje na tržištu kapitala. U sličnoj poziciji nalaze se i potencijalni investitori, kojima, takođe, često nisu dostupne informacije o preduzeću, a koji prirodno odlučuju o tome da li da kupe nove akcije, direktno prilikom emisije ili od postojećih akcionara. Ovi investitori imaju realnu potrebu da determinišu sadašnju i perspektivnu zarađivačku poziciju preduzeća. U tom kontekstu, na finansijske izveštaje može se gledati kao na instrument koji menadžment koristi u motivisanju postojećih i potencijalnih investitora na nova ulaganja.

Ovo je naročito važno ako imamo u vidu da je jedna od ključnih pretpostavki funkcionisanja korporativnih preduzeća pribavljanje kapitala od eksternih investitora, što se dešava na primarnom tržištu kapitala emitovanjem hartija od vrednosti od strane preduzeća. Prezentovani finansijski izveštaji treba da pomognu investitorima da odluče da li da investiraju. Njihovom kupovinom, investitori razmenjuju tekuće raspoloživa sredstva za očeki-

vane veće prinose u budućnosti, dobijajući i mogućnost trgovanja kupljenim hartijama od vrednosti na sekundarnom tržištu. Razumljivo, investitori očekuju da preduzeće stvori dodatnu vrednost i čitaju finansijske izveštaje da bi procenili sposobnost preduzeća da to učini.⁷ Upravo iz ovih razloga korporativni finansijski izveštaji dobijaju obavezujući i javni karakter. Informacije sadržane u njima su u funkciji smanjenja rizika investitora, podizanja kvaliteta odluka i povećanja efikasnosti tržišta kapitala. Korporativno finansijsko izveštavanje je u tom smislu podesan način da se postojećim i potencijalnim učesnicima na tržištu kapitala pošalju određene poruke o stanju i perspektivi preduzeća, čime postaje važan činilac njegovog funkcionisanja. Pouzdane informacije daju sigurnost investitorima, pospešuju njihova ulaganja, omogućavaju alokaciju kapitala prema načelu njegove najproduktivnije upotrebe, doprinose sniženju troškova kapitala i ukupnoj stabilnosti finansijskog tržišta.

Investitori, iako verovatno najznačajniji, nisu jedini korisnici finansijskih informacija. Finansijsko izveštavanje je sračunato da zadovolji opšte potrebe većine korisnika, pre svega one koje su povezane sa procesom donošenja odluka. Finansijski izveštaji veštima finansijskim analitičarima daju mogućnost da njihovim čitanjem i analiziranjem:

- steknu predstavu o ekonomskoj istoriji preduzeća i da na bazi takvih saznanja profilisu dolazeće performanse iskazane kroz buduću zaradu, novčane tokove, mogućnost servisiranja obaveza, perspektive u pogledu kreiranja dodate vrednosti i sl;
- procene finansijsko-strukturnu poziciju preduzeća (finansijsko zdravlje preduzeća) i njegovu izloženost dugoročnim i kratkoročnim finansijskim rizicima;
- ispituju kvalitet prezentiranih finansijskih izveštaja u smislu postojanja latentnih rezervi i skrivenih gubitaka, odnosno procene u kojoj meri oni odražavaju ekonomsku realnost;
- izvrše komparativnu analizu preduzeća sa drugim kandidatima za plasiranje kapitala u cilju alokacije kapitala prema područjima najprofitabilnije upotrebe, što doprinosi efikasnoj upotrebi resursa,

⁷ Više pogledati: Penman, H. S., op.cit., p. 2.

ohrabruje investicije i stimuliše likvidnost hartija od vrednosti;

- otkriju sposobnost preduzeća da se prilagođava promenama na tržištu inputa i outputa, promenama u tehnologiji ili da se odupre konkurenciji;
- omogućće rano otkrivanje signala o perspektivi preduzeća;
- pomognu u proceni mogućnosti preduzeća da servisira obaveze;
- procene sposobnost menadžmenta da stvara dodatnu vrednost.

U najopštijem smislu može se reći da finansijski izveštaji pomažu investitorima da odluče da li da investiraju ili dezinvestiraju. Na taj nači doprinose smanjenju informacione asimetrije, povećanju sigurnosti investitora i doprinose stabilnosti finansijskog sistema. To, naravno, ne znači da oni nude sve potrebne informacije. Oni predstavljaju sastavni deo jednog šireg informacionog spektra.

OGRANIČENJA INFORMACIJA SADRŽANIH U FINANSIJSKIM IZVEŠTAJIMA

Jasno proizilazi da primarni cilj finansijskog izveštavanja predstavlja obezbeđenje kvalitetnih informacija u procesu donošenja odluka prvenstveno od strane investitora. Celovitost finansijsko-izveštajnog sistema, konceptualno postavljena objektivnost, visok nivo regulisanosti načina izveštavanja, obezbeđenje informacija o preduzeću iz različitih perspektiva i javni karakter finansijskih izveštaja su ključni elementi koji određuju upotrebnu vrednost ovih informacija. Međutim, upravo na području upotrebljivosti računovodstvenih informacija u procesu odlučivanja postoje brojne diskusije da li su one dovoljno dobre za te svrhe. Ključni kriterijumi za procenu upotrebne vrednosti informacija iskazanih u finansijskim izveštajima su pouzdanost i relevantnost.

Iz perspektive korporativnih investitora ulaganja u hartije od vrednosti preduzeća (akcije, obveznice) predstavljaju njihovu imovinu, čija je vrednost određena sadašnjom vrednošću očekivanog cash-flow-a. Ključni informacioni inputi za utvrđivanje vrednosti imovine na ovaj način su procenjeni budući novčani tokovi, po iznosu i vremenskom rasporedu, i procenjena diskontna stopa. Pouzdanost oba kalkulativna elementa je veoma diskuta-

bilna. Cash flow investitora od kupljenih hartija od vrednosti zavisi od cash flow-a preduzeća, a on opet od tražnje za proizvodima, konkurencije, efikasnosti proizvodnog procesa, visine troškova finansiranja, visine troškova upravljanja i administracije i mnogih drugih elemenata.⁸ Pored toga, jednom procenjeni novčani tokovi su promenljivi tokom vremena usled promena na tržištu, promena u efikasnosti proizvodnje i sl, što otvara brojne probleme kao što su: kalkulisanje novih procena, vremensko raspoređivanje kapitalnih dobitaka i gubitaka, odnosno trenutak njihovog priznavanja i sl. Kalkulisanje diskontne stope, kako u pogledu visine, tako i u pogledu njene varijabilnosti u vremenu, takođe nosi sa sobom određeni stepen neizvesnosti.

Finansijski izveštaji, koncipirani u skladu sa Okvirom za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja, neposredno ne pružaju prethodno zahtevane informacije. Eksterno usmereni deo računovodstveno informacionog sistema pruža informacije o dobitnim ostvarenjima, vrednostima imovine, obaveza i kapitala, novčanim tokovima i promenama na kapitalu, ali iz istorijske perspektive. Složićemo se da se u središtu odluka o investiranju i dezinvestiranju uvek nalazi proces projektovanja budućih vrednosti, dobitnih ostvarenja kao okvira za isplatu budućih prinosa, novčanih tokova i mogućnosti stvaranja dodatne vrednosti. Ali, takođe, treba imati u vidu da računovodstvo nudi verovatno najbolje ishodište za projekcije budućih dobitaka, novčanih tokova i finansijske pozicije preduzeća.

Zasnovanost informacija u finansijskim izveštajima na istorijskim vrednostima i respektovanje principa realizacije nudi visok stepen objektivnosti i pouzdanosti računovodstvenih informacija. Međutim, odstupanja istorijskih od tekućih vrednosti čini ove informacije nedovoljno relevantnim za realnu procenu ne samo postojeće imovinske i renatabilitetne pozicije preduzeća, već dovodi i u pitanje njihovu ulogu kvalitetnog ishodišta za procenu perspektive preduzeća.

Imajući u vidu važnost finansijskog izveštavanja za investitore na tržištu kapitala, sasvim su razumljiva kontinuirana preispitivanja fundamentalnih računovodstve-

⁸ Više o ovome pogledati Benston, G., Bromwich, M., Litan, R., Wagenhofer, A., Worldwide Financial Reporting, Oxford Scholarship Online, February, 2006. p. 22-23.

nih postulata na kojima se bazira sistem finansijskog izveštavanja. U tom kontekstu, nekoliko pitanja su od suštinskog značaja: 1) Da li finansijske izveštaje treba pripremati iz perspektive poslovnih entiteta ili iz perspektive investitora? 2) Koje su ključne karakteristike koje determinišu kvalitet računovodstvenih informacija? 3) Kakvi su rizici i koristi od zamene na troškovima zasnovanih fer vrednostima? 4) Da li u izveštajnom smislu drugačije treba tretirati javna društva od ostalih poslovnih entiteta? 5) Da li kapitalni dobici i gubici treba da budu jednako tretirani?⁹ Odgovori na ova pitanja su složeni, ali zbog mogućih implikacija finansijskog izveštavanja na funkcionisanje tržišta kapitala njima se vredi baviti.

Drugi bitan momenat koji treba imati u vidu prilikom procene ograničenja koja se vezuju za finansijsko izveštavanje je odstupanje tržišnih vrednosti od onih iskazanih u finansijskim izveštajima. Jednim delom ovo je posedica činjenice da su pravila bilansiranja konzervativno postavljena, u smislu sprečavanja širenja neosnovanog (preteranog) optimizma, što rezultira u široko prihvaćenom stavu »bolje potceniti nego preceniti ostvarenja preduzeća«. Ovakav stav rezultirao je iz uverenja da su skriveni gubici mnogo opasniji nego latentne rezerve. Međutim, treba imati u vidu da problem nepodudarnosti između knjigovodstvenih i tržišnih vrednosti nikada ne može da bude u potpunosti eliminisan. Naime, on bi postojao čak i onda kada bismo imali savršenu podudarnost između knjigovodstvenih i tržišnih vrednosti pojedinih imovinskih delova i obaveza preduzeća. Možda je to najbolje uočljivo na primeru zatvorenih investicionih fondova koji posluju u formi akcionarskog društva. Njihova imovina najvećim delom je komponovana od hartija od vrednosti kojima se regularno trguje na tržištu kapitala. Dakle, njihova aktiva je izražena po realnim tržišnim cenama. Uz pretpostavku da i iskazane obaveze odgovaraju tržišnim vrednostima, opet samo slučajno ukupna vrednost kapitala preduzeća može da bude jednaka proizvodu broja akcija i njihove tržišne vrednosti. Sposobnost portfolio menadžera da kreira portfolio ili, u slučaju proizvodnog preduzeća, sposobnost da stvori odgovarajuću strukturu pojedinih imovinskih delova, uticaće pozi-

⁹ Više pogledati: Gore, R., Zimmerman, D., Building the Foundations of Financial Reporting: The Conceptual Framework, The CPA Journal, August, 2007. p. 32.

tivno ili negativno na tržišnu vrednost preduzeća. Dakle, čak i da možemo da zamislimo savršene finansijske izveštaje, gotovo je nemoguće da postoji jednakost između kapitala iskazanog u finansijskim izveštajima i ekonomske vrednosti preduzeća.

Naravno, savršeno finansijsko izveštavanje ne postoji, ne samo u zemljama u tranziciji, nego ni u zemljama razvijenih tržišnih privreda. Izvesno je da savršenstvo nikada i neće biti dostignuto. Jednostavno, poslovni život svakog poslovnog subjekta je toliko kompleksan da je nemoguće razviti pravila za sve moguće situacije. Otuda se, ne retko, pribegava davanju prava opcije između različitih metoda vrednovanja, a to opet znači postojanje nekog manevarskog prostora za one koji pripremaju finansijske izveštaje i istovremeno veću mogućnost odstupanja knjigovodstvenih od tržišnih vrednosti. Verovatno otuda i sklonost da se tržišne vrednosti uzimaju kao dobar parametar za odlučivanje investitora, umesto informacija iskazanih u finansijskim izveštajima.

Ipak mora se reći da favorizovanje jednih i zapostavljanje drugih informacija, u ovom slučaju tržišnih na račun računovodstvenih, ne isključuje informacione rizike u procesu odlučivanja. Ovi rizici će istina biti manji u uslovima postojanja efikasnog finansijskog tržišta. Naime, ako je tržište kapitala efikasno to bi, između ostalog, trebalo da znači da su sve relevantne informacije, uključujući i one iz finansijskih izveštaja, već inkorporirane u tržišnu vrednost akcija. Nažalost, savršene efikasnosti nema, naročito u zemljama sa neizgrađenim tržištima kapitala, i tržište ne mora uvek da prepozna pravu ekonomsku vrednost neke kompanije. Razlog za to mogu da budu i finansijski izveštaji koji iz različitih razloga mogu da sadrže informacije koje ne odražavaju na pravi način ekonomsku realnost.

INFORMACIONI RIZICI KAO POSLEDICA NEKVALITETNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

Uprkos ograničenjima koja su vezana za kvalitet finansijskih informacija, činjenica je da ako investitori i druge interesne grupe žele da saznaju nešto više o preduzeću, njegovom finansijskom zdravlju i perspektivi nezaobilazan izvor informacija su finansijski izveštaji. Zajedno s

tim, treba imati u vidu da računovodstveni sistem ne može da izađe u susret svim informacionim potrebama različitih korisnika, odnosno da u informacionom smislu nije dovoljan za sve postojeće i potencijalne učesnike na finansijskom tržištu. Dodajni problem postoji usled činjenice da kvalitet informacija nije nešto što je unapred zagarantovano, čak i onda kada su izveštaji revidirani.

Iako je interes države, profesionalnih organizacija, preduzeća, menadžera, računovođa i investitora razvijanje istinitog i poštenog sistema finansijskog izveštavanja, u praksi se često dešava da ovi izveštaji ne odražavaju na pravi način ekonomsku realnost preduzeća. Razlozi za to mogu da budu različiti: dopustivi manevarski prostor za primenu različitih računovodstvenih politika, neprofesionalna primena postojećih principa i standarda, loše postavljena regulativa, kreativno tumačenje propisa, neetičko ponašanje računovođa i menadžera i sl. Otuda potreba da korisnici računovodstvenih informacija pažljivo procenjuju njihov kvalitet.

Neposredne posledice neadekvatne primene pravila bilansiranja i izveštavanja ogledaju se u postojanju latentnih rezervi i skrivenih gubitaka u finansijskim izveštajima, što može značajno smanjiti njihovu iskaznu moć. Pri tome, informacioni rizici su različiti u zavisnosti da li je reč o skrivenim gubicima ili o prikrivenim rezervama. Postojanje skrivenih gubitaka u finansijskim izveštajima predstavlja veliku opasnost po sve korisnike informacija, a naročito po investitore koji podstaknuti pogrešnom predstavom o preduzeću mogu da donesu pogrešne poslovne odluke. Drugim rečima, nekvalitetno finansijsko izveštavanje značajno podiže rizik negativne selekcije i rizik zloupotrebe koji nastaju kao posledica informacione asimetrije. Implikacije pogrešnih informacionih signala zasnovanih na nekvalitetnim izveštajima mogu da budu veoma neprijatne po vlasnike i poverioce. Manifestuju se u vidu izgubljenih prinosa akcionara u vidu dividendi, oportunitetnih troškova u visini najbolje odbačene investicione alternative, gubicima vlasnika po osnovu pada vrednosti akcija, gubicima kreditora zbog neisplaćenih kamata, kao i gubicima jednih i drugih po osnovu likvidacije preduzeća kada postojeća imovina nije dovoljna da pokrije obaveze prema kreditorima i vlasnicima.

Brojne finansijske manipulacije vezane za otvorena

akcionarska društva u svetu uzrokovane su finansijskim prevarama, često vešto skrivenih neadekvatnom primenom računovodstvene prakse. Najpoznatiji primer je kompanija Enron, čija je tržišna vrednost bila 60 milijardi dolara. Enron je imao skrivene gubitke u vrednosti od jedne milijarde dolara po osnovu neiskazivanja ugovora po fer vrednosti i 1,2 milijardi dolara po osnovu precenjenih potraživanja, visok stepen zaduženosti, koji je uspešno prikrivan uz pomoć takozvanih entiteta za posebne namene (special-purpose entity - SPE), i neobelodanjene transakcije sa povezanim licima.¹⁰ Ovakve manipulacije otkrivene su krajem 2001. i tokom 2002. godine. Kompanija je ubrzo potom (krajem 2002. godine) otišla u stečaj. Valja napomenuti da je Enron, uprkos precenjenoj imovini, potcenjenim obavezama i skrivenoj zaduženosti, imao pozitivno mišljenje revizorske kuće Arthur Andersen, jedne od tada najvećih pet, koja je propala zajedno sa Enronom.

Sličan kraj imala je i kompanija Global Crossing, koja je imala istog revizora kao i Enron. Računovodstveno prikrivanje zaduženosti i posledični skriveni gubici doveli su do stečaja u ovoj kompaniji samo mesec dana kasnije u odnosu na Enron. Kompanija Boston Chicken je 1993. veoma uspešno realizovala inicijalnu javnu ponudu (Initial Public Offering – IPO) posle koje su cene akcija stalno rasle. Boston Chicken je isto tako prodajom obveznica pribavio milione dolara. Analitičari, brokери i investitori su mislili da je to posledica činjenice da preduzeće nudi prave proizvode svojim kupcima. Izveštaji o ostvarenom dobitku su podržavali ovakve procene. Problem je, međutim, bio u tome što su subsidijari Boston Chicken-a gomilali gubitke, a ništa od ovih gubitaka nije imalo refleksiju na izveštaj o dobitku matične kompanije. Učesnicima na tržištu je ovakva situacija postala jasna tek 1997. godine kada su za nekoliko meseci akcije ove kompanije izgubile više od polovine njihove vrednosti.¹¹

Interesantan je primer kompanije WorldCom za koju se vezuje jedna od najvećih računovodstvenih prevara. Kompanija je 1999. godine vredela 180 milijardi dolara. Na zahtev novog menadžmenta kompanije 2002. godine interni revizori su ispitali određene računovodstvene transakcije. Pri tome su otkrili da su korporativni troškovi

¹⁰ Ketz, J. E., *Understanding Off-Balance Sheet Accounting*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2003. p. 12-14.

¹¹ O ovim slučajevima više videti: Isto, p. 6-7.

kapitalizovani u bilansu stanja, umesto da budu prikazani kao rashod u bilansu uspeha. Ovo je imalo za posledicu veštačko povećanje dobitka za 3,8 milijardi dolara u periodu između januara 2001. i marta 2002. godine. WorldCom je priznao krivicu, a cenu je platio kroz pad tržišne vrednosti preduzeća.¹² Protiv kompanije Xerox američki SEC podigao optužnicu 2002. godine za pogrešno prikazivanje dobitka u iznosu od skoro 3 milijarde dolara. Kompanija je platila kaznu od 10 miliona dolara, ali nije priznala (ni porekla) krivicu.¹³

U najvećem broju slučajeva informacije iz finansijskih izveštaja su zavaravale investitore. Što je još ozbiljnije, u svim slučajevima radilo se o revidiranim izveštajima, često od revizorskih kuća koje su imale dobar rejting. Iz ovoga, čini nam se, treba izvući nekoliko zaključaka. **Prvo**, investitori se oslanjaju na finansijske izveštaje u donošenju svojih odluka, jer, u suprotnom sve načinjene prevare ne bi ugorzile njihove interese. **Drugo**, mora se posebno uočiti odgovornost revizora, neophodnost pridržavanja ne samo zakonske, već i etičke regulative i potreba institucionalne kontrole. **Treće**, zloupotrebe na području finansijskog izveštavanja ne negiraju značaj finansijskih izveštaja, već ukazuju na potrebu postojanja visokog stepena profesionalne odgovornosti učesnika u procesu njihovog pripremanja. Konačno, **četvrto**, sva ova dešavanja ukazuju na potrebu procene kvaliteta informacija koje su sadržane u finansijskim izveštajima.

Upravo iz prethodnih razloga analitičari su prinuđeni da procenjuju kvalitet finansijskih izveštaja, prvenstveno kvalitet dobitka i kvalitet finansijske strukture. Kvalitet je, pri tome prisutan u meri u kojoj oni odgovaraju ekonomskoj realnosti. Nizak kvalitet vezuje se za računovodstvene trikove koji dominantno idu u pravcu prikazivanja preceñjenog dobitka i povoljnijeg finansijskog položaja u odnosu na ekonomsku realnost. Suprotno, uobičajeno se smatra da viši kvalitet imaju izveštaji koji su zasnovani na opreznom odmeravanju rezultata, razumnom potcenjivanju imovine, realnom iskazivanju obaveza i potpunom obelodanjivanju svih bitnih događaja (uključujući i vanbilansne obaveze) od značaja za sticanje predstave o pravoj finansijskoj poziciji i zarađivačkoj sposobnosti preduzeća.

¹² Pickett, S., *The Essential Handbook of Internal Auditing*, John Wiley & Sons, Ltd. Chichester, 2005. p. 20.

¹³ Isto

Postojanje latentnih rezervi, kao ostvarenih a nerealizovanih dobitaka, takođe, ugrožava objektivnost finansijskih izveštaja, pri čemu su negativni informacioni efekti po investitore, generalo, značajno manji. Valja imati u vidu da dopustivost stvaranja latentnih rezervi eksplicitno ne reguliše nijedan zakonski tekst, zbog čega one predstavljaju veoma podesan instrument za ostvarenje poslovno-političkih ciljeva. Njihovo formiranje ograničeno je profesionalnom regulativom. Pri tome, razumne, poslovno promišljene i profesionalnom regulativom dopustive latentne rezerve mogu da budu korisne. Ovo naročito ako su one u funkciji jačanja sigurnosti preduzeća, sprečavanja iznenadnih potresa u poslovanju, sprečavanja podele fiktivnih dobitaka i sl. Kao takve, one mogu da budu u funkciji obezbeđenja stabilnosti poslovno-finansijskih performansi, što se pozitivno odražava i na tržišnu vrednost preduzeća.

Ozbiljniji problem postoji u situacijama kada nema smišljene politike latentnih rezervi ili kada ne postoji razumna mera u njihovom formiranju. Budući da su one za prosečnog čitaoca finansijskih izveštaja nevidljive, postoji realna opasnost da tržište ne prepozna postojanje takvih rezervi i da one ne budu inkorporirane u tržišnu vrednost akcija. Činjenica da je u takvim uslovima tržišna vrednost ispod prave ekonomske vrednosti ima za posledicu da će na sekundarnom tržištu gubiti oni koji prodaju, a dobiti oni koji kupuju.

Druga opasnost proizilazi iz prethodne situacije. Preterane latentne rezerve povećavaju rizik od preuzimanja. Ukoliko profesionalni savetnici prepoznaju skrivene rezerve, preduzeće može da bude veoma atraktivna meta za preuzimanje. Budući da tržišna vrednost može da bude ispod prave ekonomske vrednosti, novi sticaoci mogu ostvariti visoke dobitke, čak i ako ponude cenu koja je iznad tržišne.

ZAKLJUČAK

Opšte je poznato da informaciona asimetrija neposredno utiče na kvalitet korporativnog upravljanja. Informaciono inferiornija pozicija investitora u odnosu na menadžment preduzeća ima za posledicu da oni ponekad plaćaju više za akcije koje realno vrede manje, odnosno da ponekad prodaju po ceni koja je ispod stvarne vrednosti. Problemu otežanog prepoznavanja dobrih i loših predu-

zeća (atraktivnih i manje poželjnih hartija od vrednosti) treba dodati i opasnost od neefikasnog upravljanja povećenim kapitalom. Postojanje javno dostupnih informacija smanjuje informacione rizike i doprinosi smanjenju informacionog gega između menadžmenta i investitora, ali i između samih investitora. Upravo iz ovih razloga finansijski izveštaji, koji prikazuju informacije o finansijskom i rentabilitetnom položaju preduzeća, dobijaju javni karakter i bivaju dostupne svim investitorima. Na ovaj način ublažavanjem informacione asimetrije, sistem finansijskog izveštavanja postaje važna determinanta kvaliteta korporativnog upravljanja.

Doprinos sistema finansijskog izveštavanja efikasnom funkcionisanju tržišta kapitala je očigledan barem na dva područja. Prvo, finansijski izveštaji, kao sredstvo za polaganje računa o uspešnosti preduzeća, predstavljaju važan instrument monitoringa menadžmenta od strane vlasnika. Drugo, kao nosioci važnih informacija o dobitnim ostvarenjima, novčanim tokovima i finansijsko-strukturnoj poziciji preduzeća, finansijski izveštaji predstavljaju važan informacioni oslonac investitora u procesu odlučivanja o investiranju i dezinvestiranju. U tom kontekstu, na finansijske izveštaje se može gledati i kao na instrument koji menadžment može koristiti u motivisanju postojećih i potencijalnih investitora na nova ulaganja.

Da bi bili u funkciji smanjenja informacionih rizika, odnosno u funkciji smanjenja informacione asimetrije i povećanja kvaliteta korporativnog upravljanja, finansijski izveštaji moraju istinito i pošteno da prikazuju ekonomsku realnost. Budući da su posledice pogrešnog izvešta-

vanja veoma ozbiljne i da štete u prvom redu trpe investitori, oni moraju da procenjuju kvalitet informacija sadržanih u njima, pa čak i kvalitet revizora koji je izveštaje revidirao.

LITERATURA

1. Alexander, D., Britton, A., *Financial Reporting*, International Thomson Publishing, Company, London, 1998.
2. Benston, G., Bromwich, M., Litan, R., Wagenhofer, A., *Worldwide Financial Reporting*, Oxford Scholarship Online, February, 2006.
3. Brealey, B., Myers, S., Allen, F., *Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2006.
4. Gore, R., Zimmerman, D., *Building the Foundations of Financial Reporting: The Conceptual Framework*, *The CPA Journal*, August, 2007
5. Healy, M. P., Palepu, G. K., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001.
6. Ketz, J. E., *Understanding Off-Balance Sheet Accounting*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2003.
7. Ogden, J. P., Jen, F. C., O Connor, P. F., *Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies*, Prentice Hall, New Jersey, 2003.
8. Penman, H. S., *Financial Statement Analysis Security Valuation*, McGraw Hill / Irwin, New York, 2001.
9. Reilly, K. F., Brown, C. K., *Investment Analysis & Portfolio Management*, Thomson, Mason, Ohio, 2003.
10. Revsine, L., Collins, D., Johnson, B., *Financial Reporting & Analysis*, Prentice Hall, Inc., New Jersey, 2002.
11. Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., *Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2005.
12. Sharpe, W., Alexander, G., Bailey, J., *Investments*, Prentice-Hall International, Inc., New Jersey, 1999.
13. Shilit, H., *Financial Shenanigans*, McGraw Hill, New York, 2002.
14. Weston, F. J., Siu, J. A., Johnson, B. A., *Takeovers, Restructuring, and corporate Governance*, Prentice Hall, New Jersey, 2001.



Dejan Malinić

je vanredni profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu. Na osnovnim studijama nastavu izvodi na predmetima Upravljačko računovodstvo i Specijalni bilansi. Na poslediplomskim studijama predaje na predmetima Politika dobiti preduzeća, Strategijski kontroling i Poslovne finansije. Na Međunarodnom magistrarskom kursu menadžment i poslovna ekonomija predaje Upravljačko računovodstvo. Autor je dve knjige, Politika dobiti preduzeća i Divizionalno računovodstvo i koautor udžbenika Upravljačko računovodstvo. Pored ovoga objavio je veći broj naučnih i stručnih radova iz oblasti računovodstva i poslovnih finansija. Kao rukovodilac, član tima ili konsultant učestvovao je u izradi većeg broja studija i projekata iz oblasti računovodstva, procene vrednosti preduzeća, poslovno-finansijske konsolidacije preduzeća, ocene kreditne sposobnosti, izrade biznis planova i sl. Angažovan je u pružanju konsultantskih usluga iz istih oblasti, uključujući i upravljačku kontrolu, korporativno upravljanje i privatizaciju. Član je Odbora za računovodstvo, predsednik Komisije za Upravljačko računovodstvo u Savezu računovođa i revizora Srbije. Od 2004. godine član je Komisije za hartije od vrednosti.

GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA: PORUKE I POUKE ZA KASNE TRANZICIONE PRIVREDE

Rezime

Rad analizira tekuću finansijsku krizu globalnih razmera, njen povod na segmentu subprime hipotekarnih kredita u SAD, dublje suštinske uzroke ove krize i njene osnovne makroekonomske karakteristike u poređenju sa sličnim krizama tokom poslednje tri decenije. Rad posebno razmatra dejstvo ove krize na kratkoročnu i srednjoročnu dinamiku svetske privrede i analizira predloženi neortodokсни paket mera (koji kombinuje monetarnu relaksaciju i fiskalni stimulus) usmeren na zaustavljanje krize, prevladavanje recesivnih tendencija i vaspostavljanje poverenja u ključne tržišne institucije, finansijske institucije i savremene finansijske instrumente. Na osnovu ovih rasmatranja izvlače se osnovne poruke i pouke za privredu Srbije i druge tranzicione privrede koje sa kašnjenjem kompletiraju institucionalni okvir moderne tržišne privrede.

Ključne reči: *finansijska kriza, bankarska kriza, hipotekarni krediti, subprime krediti, finansijske institucije, monetarna politika, fiskalna politika, fiskalni stimulus, obveznice, refinansiranje, institucionalne reforme.*

Abstract

The paper analyzes the current global financial crisis, its origins in the US subprime mortgages, structural and policy problems that led to the crisis and the basic macroeconomic characteristics of this crisis in comparison to similar financial crisis over the past three decades. The paper focuses on the impact this crisis might have on the economic slowdown of the world economy and analyzes the proposed unorthodox policy package (comprising monetary relaxation and strong fiscal stimulus) aimed at ending the crisis, fending off the recessionary tendencies, and restoring confidence in market and financial institutions, and modern financial instruments. On that basis the paper draws main messages and lessons for the economy of Serbia and other late-comers as they attempt to complete the institutional framework of a modern market economy.

Key words: *financial crisis, banking crisis, mortgages, subprime mortgages, financial institutions, monetary policy, fiscal policy, fiscal stimulus, bonds, refinancing, institutional reforms.*

UVOD:

KRATKA ANATOMIJA FINANSIJSKE KRIZE

Tokom poslednje tri decenije finansijske i bankarske krize bile su više puta „na programu“ u brojnim zemljama Latinske Amerike, jednom u Aziji ali snažno, jednom u Rusiji, i sada su konačno u Americi. Doduše reprizno, posle „savings and loan“ fјaska s kraja 1980-ih, ali zato mnogo upečatljivije. Pojavni oblici i povodi krize menjali su se svaki put, kao dizajn odeće na pariskim modnim pistama. Jedan aspekt njihove suštine bio je i ostao naizmenjen. Svaki put, bez izuzetka, glavni motiv je bila i ostala neograničena pohlepa (greed), želja da se zarade milionske provizije i globalnim investitorima obezbede viši profiti na ogromna slobodna sredstva koja se danas mere u trilionima dolara. Svaki put je u krizu vodio pritisak da se preduzimaju sve rizičnija ali i unosnija ulaganja, da se ide dalje i dublje, do krajnjih granica pravnog i regulativnog okvira. Svaki put se na pojavu novih investicionih mogućnosti (u inostranstvu i kod kuće) reagovalo pohlepno, prebrzo i prejako. I svaki put su ozbiljno podbacile nadzorne, kontrolne i regulatorne funkcije, bilo zato što su bile slabe, neizgrađene i nepovezane, ili zato što ima tekuća ekonomska ideologija na vlasti nije omogućila da deluju.

Početak 1980-ih izvor slobodnog kapitala bili su čuveni petrodolari akumulirani posle spektakularnog rasta cena nafte tokom i posle drugog naftnog udara iz 1979. godine. Američke banke bile su preplavljene milijardama petrodolara koje je trebalo negde investirati uprkos produženoj recesiji u SAD i Evropi izazvanoj upravo visokim cenama energije. Klijenti su nadjeni u zemljama u razvoju koje su bez mnogo pitanja tražile kredite da pokriju svoje ogromne deficite tekućeg bilansa i zaštite nivo potrošnje stanovništva. U tome su prednjačile zemlje u Latinskoj Americi, ali je mnogo klijenata bilo i

u drugim delovima sveta, uključujući i bivšu SFRJ koja je samo u periodu 1979-1983 uvećala svoj spoljni dug za desetak milijardi dolara. Na ovim nedovoljno nerazvijenim tržištima američke banke su mogle (bar na papiru) da diktiraju uslove. Kada je nivo i teret dugova premašio maksimalni stepen ekonomske izdrživosti ovih zemalja, one su jednostavno otkazale poslušnost i izbila je poznata dužničku kriza 1983. godine.

Četvrt veka kasnije izvor slobodnog kapitala su ponovo neki novi petrodolari (uz dodatak gasdolara i metaldolara) koji su se slili u američke banke. Većini zemalja u razvoju i novim tržištima (Kina, Indija, Rusija) nije više potrebno eksterno finansiranje pošto imaju velike i stabilne suficite tekućih bilansa i ogromne devizne rezerve. Zato su ovaj put, kako lucidno rekoše Reinhart i Rogoff (2008), klijenti pronađeni na nerazvijenim tržištima unutar same Amerike. Ideja kao takva nije loša: usmeriti relativno jeftine eksterne izvore finansiranja na hipotekarne kredite koji omogućavaju kupovinu novih ili refinansiranje postojećih kuća i stanova u rejonima nastanjenim nižom srednjom klasom. Time se ne samo zarađuje na provizijama, već se podiže privatna štednja, pokreću ogromni pretežno domaći kapaciteti u stambenoj privredi i tako podstiče ekonomski rast i zaposlenost.

Na putu dovođenja te ideje do realizacije pojavilo se nekoliko otvorenih pitanja i problema koje je trebalo brzo rešiti. Veliki deo zainteresovanih potencijalnih kupaca nije imao ni dovoljno uštedevine za učešće (downpayment) niti je bio dovoljno kreditno sposoban da se zaduži koristeći klasične hipotekarne kredite sa fiksnom ili varijabilnom kamatnom stopom. Svakim danom situacija je postajala sve nepovoljnija pošto su cene nekretnina rale brže od plata i kuće su progresivno izlazile iz zone dometa kupovne moći prosečne porodice. Da bi se izašlo iz ovog začaranog kruga bilo je potrebno relaksirati ograničenja u sumi zaduženja i učešću, i veštački spustiti inicijalne troškove servisiranja hipotekarnih kredita. Jednostavno rešenje je pronađeno u novom instrumentu koji (bar nominalno) upravo to nudi.

Tokom prvih nekoliko godina tzv. subprime krediti garantuju nisku fiksnu kamatnu stopu (čak nižu od eskontne stope), da bi zatim na snagu stupio režim varijabilne plivajuće kamatne stope u skladu sa uslovima tržišta.

Ova veoma smela i rizična finansijska konstrukcija, inače namenjena pre svega klijentima sposobnim da realno ocene značajne finansijske rizike i uporede ih sa očekivanim rastom sopstvene kreditne sposobnosti, ponuđena je slojevima stanovništva sa malom kreditnom sposobnošću i još manjom analitičkom sposobnošću da oceni stvarne rizike ovog instrumenta.

Pri veoma srećnom sticaju okolnosti (tj. pri daljem rastu cena nekretnina, osetnom rastu primanja i pri stabilnim i niskim kamatnim stopama), dve godine kasnije, u momentu prelaska na plivajući režim, moglo se očekivati da će veća primanja dužnika moći da akomodiraju povećanje mesečne rate, mada to nije bilo izvesno. U slučaju da primanja nisu dovoljna da apsorbuju porast troškova kredita, porast vrednosti nekretnine još uvek je ostavljao dovoljno prostora da se izvrši refinansiranje ili prodaja nepokretnost uz priličnu zaradu i ovaj proces krene iz početka.

Pri nesrećnom sticaju okolnosti (tj. pri osetnijem padu cena nekretnina, stagnaciji ili padu primanja, i rastu plivajućih kamatnih stopa), i dužnik i banka se nalaze u bezizlaznoj situaciji. Posle dve godine mesečna rata se podiže znatno iznad platežne sposobnosti dužnika. Prinudna prodaja ne daje rešenje pošto je vrednost duga veća od tržišne cene kuće (dužnik gubi ne samo krov nad glavom već sve što je do tada uložio u kuću; istovremeno, banka prinudnom prodajom ne može da pokrije iznos duga i troškove). Situacija je još gora ukoliko rigidni ugovor o kreditu predviđa ogromne kaznene penale za raniju uplatu dugovanog iznosa ili izmenu uslova kredita, pošto to de fakto onemogućava refinansiranje.

Očigledno je da kreatori i glavni protagonisti ovog finansijskog izuma nisu mnogo brinuli o tome šta se može dogoditi "dve godine kasnije" pošto su nameravali da u najkraćem roku prodaju (refinansiraju) obveznice zasnovane na hipoteci, ostvare svoju zamašnu proviziju i odu u naredne transakcije sličnog tipa. Dužnik, banka i krajnji kreditor po pravilu nemaju izlaz i najviše gube. Pored njih posredno gube i mnogi drugi učesnici. Na kratak rok dobit izvlače samo posrednici koji su u međuvremeno "nestali" iz lanca odgovornosti, ali na duži rok i oni gube.

Mesto izbijanja najnovije krize jeste novo i po malo egzotično, ali nije ni malo neočekivano: specijalni hipotekarni krediti dati stanovništvu sa niskim dohocima i sla-

bim kreditnim rejtingom, poznati su kao notorno rizični. Neočekivano je, međutim, odsustvo signala upozorenja, sistema osiguranja i efikasnih kordona odbrane koji bi sprečili širenje krize. Neočekivano je parcijalno znanje o dubini poremećaja usled netransparentosti korišćenih instrumenata, slabe, nepotpune i nepovezane regulativne i kontrolne funkcije. Konačno, neočekivano je odsustvo pravih mera da se na poremećaje odgovori odmah u finansijskim institucijama, zatim na finansijskim tržištima i u regulatornim telima i, konačno, na makro nivou od strane monetarnih i fiskalnih vlasti.

Osnovni cilj ovog rada je da na osnovu analize najnovije globalne finansijske krize izvuče pouke za privredu Srbije koja produžava svoju zakasnelu tranziciju i polako hvata korak sa drugim zemljama u regionu. U narednom odeljku identifikujemo povod, analiziramo stvarne uzroke i institucionalne faktore koji su do krize doveli i omogućili njeno produžavanje i širenje, i prezentiramo osnovne makroekonomske karakteristike krize. U drugom dajemo prikaz nedavnih ocena vodećih svetskih institucija (Svetske Banke i MMF-a) o preduzetim merama i verovatnom dejstvu ove krize na očekivana kretanja u svetskoj privredi u narednoj godini, ali i na srednji i duži rok, uključujući verovatne posledice ove krize na finansijska tržišta i ekonomsku dinamiku u novim tržišnim privredama koje danas daju ogroman deo svetske industrijske proizvodnje i društvenog poroizvoda. U trećem delu razmatramo moguće uticaje na prirodu Srbije i pouke koje se iz ove krize mogu izvući za uspešno nastavljanje zakasnelog procesa tranzicije.

POVOD, KARATERISTIKE I UZROCI TEKUĆE FINANSIJSKE KRIZE

POVOD: Pre tačno godinu dana bili smo svedoci prvih znakova uzbune na jednom prilično novom segmentu američkog tržišta hipotekarnih kredita. Naslanjajući se na gotovo magičnu moć novih finansijskih instrumenata, napravljena je nova vrsta hipotekarnih kredita koji po izuzetno povoljnim uslovima u početnim godinama finansiraju kupovinu nekretnina za sopstvene potrebe stanovanja. Ovi krediti su omogućavali domaćinstvima da se lakše i više zaduže u odnosu na svoj dohodak. Po pravilu, tokom prve dve godine otplate, oni garantuju fiksne kamatne stope na

veoma niskom nivou, često znatno ispod važeće eskontne stope. Otuda i naziv – subprime mortgages. Posle isteka ovog perioda, prelazi se na režim plivajuće kamatne stope, odnosno slobodno formiranje kamatne stope prema uslovima na finansijskom tržištu.

Iluzija je bila neodoljiva, posebno u očima stanovništva sa nižim dohocima i željom da se obezbedi sopstveni krov nad glavom pre nego što rastuće cene nekretnina ukinu tu mogućnost. I pored očiglednih rizika, svi su bili blagonakloni prema ovoj inovaciji. Ona je širila tržište, davala dostup finansijskim uslugama i onim dohodovnim grupama koje ranije nisu zadovoljavale stroge kriterijume kreditne sposobnosti. Zadovoljni su bili i finansijeri, i stanovništvo, i stanogradnja, i privreda u celini. Posebno su bili zadovoljni vlasnici finansijskih institucija i država pošto je bum u sektoru nekretnina podržavao visoke profite, privredni rast, zaposlenost i prihode budžeta. Svi su mislili da je reč o relativno malim ukupnim iznosima i još manjim neto rizicima za druge delove finansijskog tržišta. Smatralo se da pojedinačni rizici možda jesu realni ali imaju dobro pokriće u hipotekarnoj prirodi operacija tako da, čak i u najgorem slučaju, poverioci uvek mogu da se naplate, odnosno da lako pokriju svoje privremene likvidnosne probleme i eventualne kapitalne gubitke.¹

U međuvremenu „subprime“ krediti toliko su uzeli maha da su početkom 2007. godine činili 1/5 svih aktivnih hipotekarnih kredita, a to nije malo. Da bi se shvatio red veličine, pominjemo samo dva podatka: tržište obveznica zasnovanih na tzv. nekomercijalnim nekretninama u SAD (tj. stanovima i kućama za ličnu upotrebu) danas premašuje šest triliona dolara (6000 milijardi USD) i čini preko 20% ukupnog tržišta nedržavnih obveznica u SAD. A subprime krediti po nekim procenama premašuju 2 triliona dolara.

Iluzija je prestala tek februara 2007. godine. Neki primarni učesnici u međuvremenu su bankrotirali. A oni koji su preživeli nisu dobro prošli pošto su u proseku izgubili polovinu svoje vrednosti na tržištu akcija. Prvi alarmantan znak krize dogodio se pre tačno godinu dana kada je jedna od većih hipotekarnih finansijskih institu-

¹ Kao što ćemo videti, postojala su veoma jasna i argumentovana upozorenja o stvarnim rizicima unutar nadležnih ministarstava i regulatornih organa, ali ona bila potisnuta voljom vodećih stručnjaka-ideologa.

cija (New Century Financial Corp - NCFC) sasvim neočekivano objavila da je u prethodnom kvartalu poslovala sa mnogo većim gubitkom od očekivanog. To samo po sebi ne bi bilo šokantno da istovremeno nije najavljeno kompletno revidiranje podataka o vrednosti aktive i poslovanju za prethodna tri kvartala 2006. godine. Investitore je uhvatila panika. Osetili su da novac nije uložen u proverene AAA hartije kako je obećano, već u kontaminirane, možda sasvim bevedne papire – junk bonds. Reakcija je bila burna. Već narednih dana usledio je veliki pad vrednosti akcija NCFC praćen finansijskim teškoćama i bolnom procedurom bankrotstva koja je započeta u aprilu prošle godine. Istim putem pošle su American Home Mortgage Investment Corp avgusta 2007 (koja je potpuno prestala da daje hipotekarne kredite) i Accredited Home Lenders Holding Co oktobra 2007. Tokom protekle godine najveći pad su zabeležile akcije Countrywide Financial Corp, prvog kreditora na ovom tržištu koji drži više od 1500 milijardi USD hipotekarnih kredita: početkom februara 2007. one su vredele 45 USD a danas se prodaju za manje od 7 USD (pad od 84%), uprkos najavljenom preuzimanju od strane Bank of America Corp.

I pored ovakvo očiglednih i drastičnih posledica, glavni akteri su i dalje bili uvereni da je kriza na ovom delu hipotekarnog finansijskog tržišta prevladana. Odbijanje da se do kraja vidi gorka realnost trajalo je sve dok je S&P 500, najpoznatiji indeks finansijskih institucija, nastavljao da raste. Kada je od polovine oktobra 2007 do početka januara ovaj kompozitni indeks izgubio skoro 20% vrednosti uprkos značajne likvidnosne podrške monetarnih vlasti, i najveći optimisti su prestali da veruju da je kriza prevladana. Iluzije su potpuno nestale, a njihovo mesto je zauzeo strah od stvarnih posledica koje su već duže vreme bile očigledne. Primera radi, od maja 2007. godine do danas akcije Merrill Lynch pale su 47% (sa 94 na 50 USD), Citigroup 60% (sa 55 na 22 USD), Bear Stearns 49% (sa 158 na 80 USD).² Tri pomenute korporacije ostale su bez svojih vodećih menadžera (uz šokantno visoke otpremnine u rasponu od 60 do preko 100 miliona US dolara, što je izazvalo oštre debate i na najgori način

potvrdilo teze o pogrešnom sistemu vrednosti i nagrađivanja u finansijskom sektoru).

Posle velike i koordinirane ali nedovoljno uspešne intervencije centralnih banaka (SAD, Evrope i Engleske) u decembru prošle godine, postalo je jasno da problem nije samo likvidnost na hipotekarnom delu finansijskog tržišta. Kriza se difuzno proširila na ceo finansijski sektor i na ostale sektore u privredi SAD pre svega zbog iza-zvane krize poverenja koja je privremeno dovela do obustavljanja većine tekućih kreditnih operacija. Paralelno, kriza se prelila van granica SAD pre svega u Evropu čije su banke aktivno učestvovala na hipotekarnom tržištu SAD. Razlozi koji su doveli do krize poverenja očigledno su mnogo dublji.

DUBLJI UZROCI KRIZE: Tradicionalno, banke su dugoročne plasmane u hipotekarne kredite finansirale iz najkvalitetnijih izvora – dugoročnih depozita. To je naravno veoma ograničavalo obim pošto su izvori bili ograničeni, a plasmani vezani na dugi niz godina. Na pozitivnoj strani, pošto su odluke o ovim kreditima imale trajne posledice za banke, one su veoma konzervativno ocenjivale i kreditnu sposobnost klijenata i vrednost konkretnih nekretnina i stanje i tendencije na tržištu nekretnina. Obveznice koje su obezbeđivale hipotekarne kredite (paralelno sa teretom upisanim u zemljišne knjige) zato smatrane su jednim od najsigurnijih hartija uopšte. One su osiguravane i refinansirane kod specijalizovanih strogo kontrolisanih institucija sa najvišim nivoom pruden-cijalnih standarda.

Relativno nedavno, u opštem trendu sekuritizacije svega i svačega, banke su prihvatile novi model finansiranja ili, tačnije, refinansiranja hipotekarnih kredita ekstenzivnim naslanjanjem na privatno tržište hartija. Iako formalno banka i dalje ima primarni kontakt sa klijentom i kod sklapanja ugovora i kod servisiranja kredita, ona više nije primarni izvor sredstava kojima se finansira hipotekarni kredit već samo jedan od posrednika. Banka na osnovu ugovora sa klijentom o kupovini konkretne nekretnine, priprema obveznicu koju prodaje na specijalizovanom tržištu i novac u obliku hipotekarnog kredita daje kupcu. Drugim rečima, banka ne poseduje slobodna sredstva pre davanja kredita već namenski mobilise sredstva da bi dala kredit.

² Čak je JP Morgan Chase, koji je najbolje prošao u ovoj krizi, u ovom periodu zabeležio pad vrednosti akcija od 26%.

Druga važna promena dogodila se u proceni kreditne sposobnosti kupca, vrednosti nekretnine i rizika kretanja tržišta nepokretnosti, i posredno, vrednosti hipoteke. Dok je u starom modelu to u celosti radila banka za sopstvene potrebe, u novom modelu te se funkcije delegiraju specijalizovanim organizacijama.

U novom modelu se veoma lako i brzo dolazi do dopunskih izvora finansiranja. U svakom koraku Banke i posrednici brzo i lako zarađuju provizije, a suštinske rizike prebacuju na nova specijalizovana tržišta hartija od vrednosti zasnovanih na realnoj aktivi (asset-backed securities). Glavni motiv je, dakle, da se što pre obradi hipotekarni kredit i obezbediti refinansiranje da bi se process ponovio sa narednim klijentom. Naravno, u takvim uslovima banke su izgubile motiv da pažljivo ocenjuju rizike (kreditnu sposobnost kupaca i kretanje tržišta) i više pažnje su posvećivale nalaženju novih mušterija.

Ulazak privatnih fondova na ova tržišta naglo je povećao obime poslovanja i dopunski pojačao pritisak da se ubrza obrt, poveća broj klijenata i vrednost pojedinačnih kredita. Pri datom nivou dohotka i kreditne sposobnosti domaćinstava, uz slabu kontrolu, sve masovnije su počeli „kreativno“ da se koriste novi instrumenti. U uslovima stabilnog finansijskog tržišta, uz stabilan budući nivo ili rast cena nekretnina i niske nivoe očekivane inflacije, kvalitetne finansijske institucije su obezbeđivale gotovo neprimetan prelazak na plivajuće kamate i to nije predstavljalo poseban problem. Naravno, niko nije znao kako će ova nova konstrukcija da se ponaša u nepovoljnim uslovima, kada se pojave očigledni rizici i znaci opasnosti.

Višegodišnji bum u stanogradnji i na tržištu nekretnina hranio se niskim kamatnim stopama koje su odredile američke monetarne vlasti (FED) da bi se iskorenila recesija iz 2001-2002. godine. Niske kamate su podizale tražnju za nekretninama, a viša tražnja je delom vodila rastu cena a delom izgradnji novih stanova i kuća. Prema očekivanju, u nekim najpopularnijim regionima (južna Kalifornija, šira gradska područja Vašingtona i Njujorka, delovi Arizone i Nevade) cene su rasle mnogo brže usled ograničene mogućnosti nove gradnje. Na svim ostalim tržištima niske kamate su, po pravilu, vodile overprodukciji novih stambenih objekata.

Brojni analitičari su upozoravali da je tržište neket-

nina pregrejano i da niske kamatne stope u kombinaciji sa novim finansijskim instrumentima veštački podižu tražnju i vode neodrživom porastu cena (tj. formiranju balona koji će pre ili kasnije pući). Postojala je realna opasnost da cene nekretnina neće moći beskonačno dugo da rastu. Isto je važno i za ekonomsku konjunkturu u uslovima rastućih cena energije, visokih troškova rata u Iraku i osetnog pada produktivnosti. U ovim upozorenjima posebno je apostrofirano problem novih hipotekarnih instrumenata i sumnjive prakse koju su primenjivale neke specijalizovane finansijske institucije koje nisu podlegale standardnoj kontroli. Posebno skrećemo pažnju na upozorenja Edvarda Gramliča, jednog od guvernera FED-a, i Šile Bler, visokog činovnika u ministarstvu finansija. Oni su poslednjih 7-8 godina upozoravali na rizike i slabosti u primeni novih instrumenata, propuste u sistemu fiducijarne kontrole i druge opasnosti na tržištu hipotekarnih kredita ali je čuveni Alan Greenspan jednostavno odlučio da ih ignoriše. Neka upozorenja je, doduše, čuo ali je reagovao sa velikim zakašnjenjem i dosta mlako, bez efekta. Tokom 2004. godine Greenspan je bezrezervno podržavao kredite sa plivajućom kamatnom stopom, odlučno odbacivao mogućnost pregrevavanja tržišta nekretnina i pojačane kontrole novih hipotekarnih institucija. Upravo to je omogućilo proliferaciju novih instrumenata: najveći deo današnjih problematičnih subprime hipotekarnih kredita zaključen je upravo tokom perioda 2004-2006.

Umesto da se preduzimaju mere da se zaustavi rast rizičnih plasmana i spreči kriza (ili bar njene posledice), sa vrha monetarne vlasti je dolazio signal da se ide punom parom napred. Ideologija je još jednom pobedila stručnost, odgovornost i zdrav razum. Piramida rizičnih hipotekarnih plasmana je rasla sve dok nisu počeli da se urušavaju veštački konstruisani temelji: precenjena vrednost nekretnina i na papiru uvećana kreditna i platežna sposobnost dužnika. Do krize možda ne bi ni došlo samo u malo verovatnom slučaju da je cena nekretnina nastavila da raste, da je ekonomska konjunktura produžena (pre svega rast zaposlenosti i dohodaka) i da su varijabilne kamatne stope nastavile da padaju. Dogodilo se, međutim, da ja na sva tri fronta došlo do negativnog razvoja događaja.

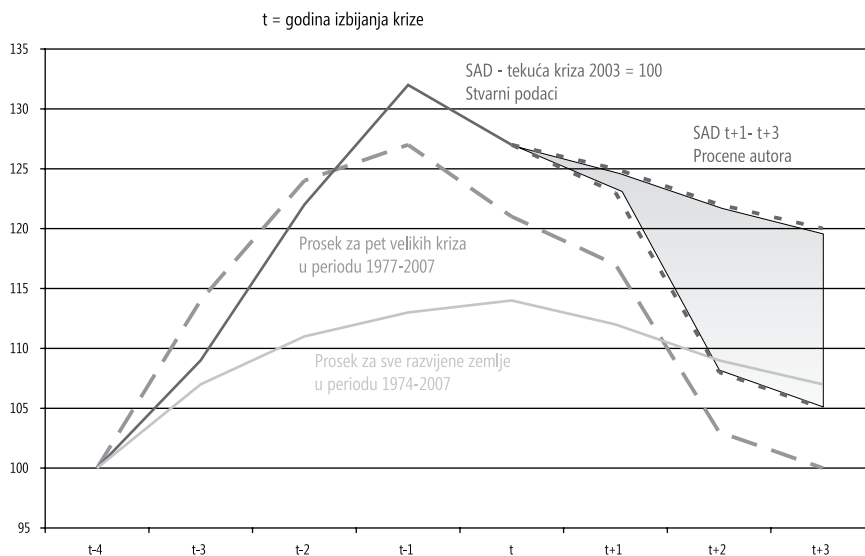
MAKROEKONOMSKE KARAKTERISTIKE KRIZE: I pored po malo ezoteričnog prizvuka i svih neo-

Slika 1: Kretanje cena nekretnina tokom finansijskih i bankarskih kriza

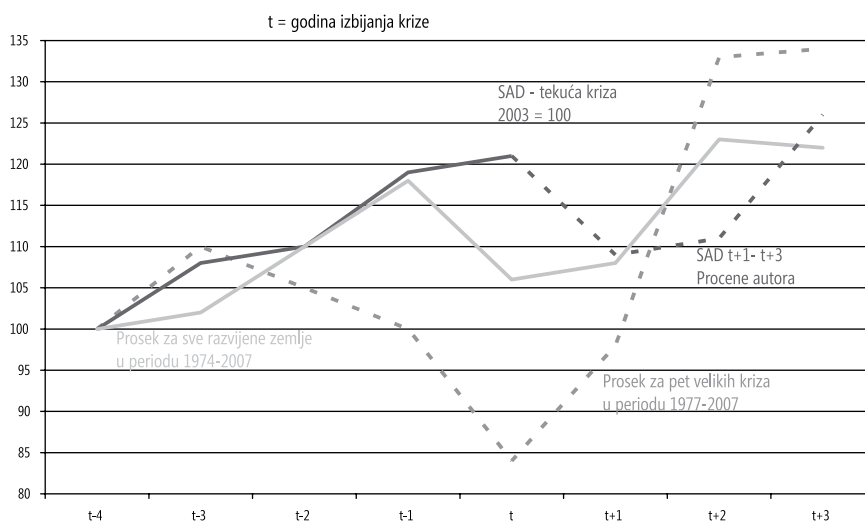
bičnosti koje karakterišu mesto i način izbijanja tekuće krize, njene makroekonomske karakteristike ne izgledaju bitno različito od sličnih kriza kroz koje su prošle razvijene privrede tokom poslednje tri decenije. U sasvim novom i veoma kratkom papiru, Reinhart i Rogoff (2008) izdvajaju pet velikih i dubokih kriza koje bi mogle da budu reper za odvijanje tekuće finansijske krize u SAD. To su: Španija 1977. godine, Norveška 1987. godine, Finska 1991. godine, Švedska 1991. godine i Japan 1992. godine.³

Američka privreda blisko sledi i čak premašuje dinamiku cena nekretnina zabeleženu u pet velikih kriza. Ako se nastavi takva dinamika, cene nekretnina mogle bi da padnu još najmanje 23 indeksna poena do izlaska iz krize, odnosno 28 poena ako cene padnu na nivo pre krize. U optimističkom slučaju cene nekretnina bi u naredne tri godine mogle pasti samo još 7-8 indeksnih poena.

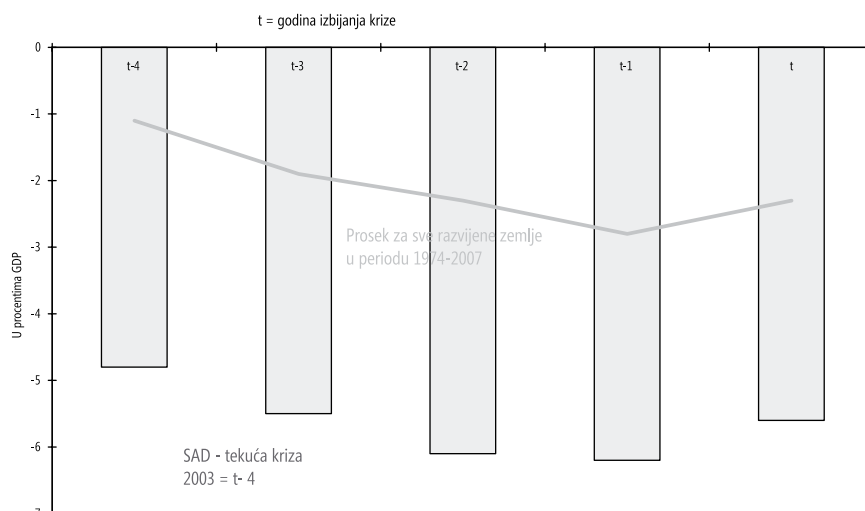
Po dinamici društvenog proizvoda po glavi stanovnika, SAD su bliže proseku svih razvijenih privreda nego podgrupi zemalja sa velikim krizama: dinamika GDP p/c u terminima kupovne moći (PPP) usporava se sa 2.5% na 1% godišnje u momentu izbijanja krize, a zatim se tokom naredne 3-4 godine se simetričnom putanjom postepeno vraća na dinamiku zabeleženu pre krize. Kod ukupne aktive (slika 2), iako statistika u 2007. godini još ne beleži pad cena, privreda SAD izgleda sledi profil dinamike cena zabeležen na nivou pro-



Slika 2: Kretanje cena realne aktive tokom finansijskih i bankarskih kriza



Slika 3: Deficit tekućeg bilansa plaćanja u godinama pre izbijanja krize



³ Ostale krize uključuju Australiju 1989, Kanadu 1983, Dansku 1987, Francusku 1994, Nemačku 1977, Grčku 1991, Island 1985, Italiju 1990, Novi Zeland 1987, Veliku Britaniju 1974, 1991 i 1995, i SAD 1984.

seka svih razvijenih zemalja: cene aktive pale su oko 10% u prvoj godini krize i vratile se na nivo trenda dve godine kasnije. Sličnu tendenciju privreda SAD sledi i kod deficita tekućeg bilansa plaćanja (vidi sliku 3).

Na osnovu ove kratke empirijske analize može se zaključiti da na nivou makroekonomskih agregata ova kriza ne pokazuje nikakve posebne specifičnosti. Po većini pokazatelja (dohodak p/c, cena ukupne aktive, deficit bilansa plaćanja) privreda SAD je bliža profilu blage krize – odnosno parametrima koje su zabeležile razvijene zemlje u proseku. Izuzetak je dinamika cena nekretnina gde nije lako predvideti šta će se dogoditi i koliko duboke i dalekosežne mogu da budu kombinovane posledice zamašnih gubitaka substance, gubitka poverenja u ključne instrumente moderne finansijske aritekture, i produženog odsustva poverenja u nadzornu, kontrolnu i regulativnu funkciju na finansijskim tržištima.

Krugman (2007) je tim povodom primetio da su u ovoj krizi monetarne vlasti već dva puta (avgusta i decembra) pokušale da pomognu ubacivanjem značajnih količina dopunske likvidnosti. Ali to nije pomoglo, pre svega zato što su banke i, još više, nebankarske finansijske institucije dale mnogo kredita koji neće moći da budu naplaćeni. Posle ovih neuspelih intervencija centralne banke kristalno jasno da u ovoj krizi glavni problem nije likvidnost već solventnost. Kod današnjih sekuritizovanih finansijskih institucija, solventnost je pitanje pre svega poverenja i solidnosti, koji se ne može rešiti (premostiti) finansiranjem. Potrebno je uveriti investitore i klijente da su knjige očišćene od kontaminiranih hartija i spornih plasmana.

Ovaj put nije reč o glasinama već o stvarnim promašajima. Problem nije kako vratiti veštački poljuljano poverenje već kako prvo vaspostaviti izgublenu solventnost i na toj osnovi vratiti poverenje. Nezavisno od složenosti korišćenih instrumenata i finansijskih konstrukcija, činjanica je da su se u knjigama ovih finansijskih institucija našla potraživanja iza kojih posle inicijalnog pada cena nepokretnosti više ne stoji dovoljna realna vrednost da se naplate poverioci (dakle, ona sadrže negativni kapital). Situacija će biti još gora kad se nastavi pad cena nekretnina koji svi očekuju. Teško je reći da li će se predstojeći pad cena naći unutar ili van raspona pokazanog na

slici 1, ali je sigurno da će se stanje solventnosti finansijskog sektora dalje pogoršati pre nego što se dostigne najniža tačka ove finansijske krize.⁴

Kako reče Krugman, ovaj put panična reakcija vlasnika i investitora uopšte nije iracionalna, već veoma racionalna i realna. Niko ne zna koliko se obveznica bez stvarnog pokrića danas nalazi u knjigama i sefovima finansijskih institucija. Naravno, to nećemo znati sve dok se potpuno ne zaustavi i preokrene trend pada cena nekretnina i dok finansijske institucije ne saopšte svoje realno stanje i ukupne gubitke. Tek tada može da se ustanovi baza za novi početak, da se vaspostavi poverenje, izvrši neohodna rekapitalizacija i krene napred.

DEJSTVO KRIZE NA SVETSKU PRIVREDU

Kad su se pojavili podaci o ekonomskim performansama vodećih svetskih privreda u poslednjem kvartalu 2007. godine postalo je jasno da će makroekonomski efekti krize finansijskih tržišta biti veoma ozbiljni i da niko neće biti pošteđen. Decenijama je glavni problem bio deficit tekućeg bilansa plaćanja uz očigledna ograničenja i rigidnosti na kapitalnoj strani. Velika pomeranja kapitala među zemljama bila su veoma retka, a finansijske institucije uglavnom su bile nacionalne, a ne multinacionalne i transnacionalne kao što je to danas slučaj. Međunarodna transmisija problema u finansijskom sektoru bila je relativno spora, a to takođe više nije tako.

Ova finansijska kriza to najbolje pokazuje – problem nastao u jednom delu finansijskog sektora jedne zemlje postao je globalni problem. Iako se mislilo da je žarište lokalno, kriza se već proširila sa finansijskog sektora na celu privredu SAD i sasvim je moguće da se efekti osete u Evropi i na novim tržištima koja nipošto nisu imuna na ovakve suštinske poremećaje finansijskog tržišta.

Po oceni direktora MMF-a (Strauss-Kahn 2008), postojeća kriza rezultat je gotovo savršene konstalacije i sekvence slabosti koje postoje u institucionalnom i regulatornom okviru finansijskog sektora u SAD. U uslovima stabilnog makroekonomskog okruženja sa veoma niskim kamatnim stopama, visokim stepenom likvidnosti i veoma niskim stepenom kolebanja (volatilnosti), američke (neban-

⁴ Po nekim kalkulacijama, pad cena nekretnina za 20% gurnuo bi oko 14 miliona vlasnika u zonu negativnog sopstvenog kapitala. A pad cena od 30% bi taj broj povećao na 20 miliona vlasnika.

karske) finansijske institucije su počele da podcenjuju rizik. To je dovelo do postepenog relaksiranja pravila i čak degradacije sistema upravljanja kreditnim i portfolio rizicima, kao i do pojave niza nedostataka u definisanju i sprovođenju mera regulisanja finansijskog sektora i supervizije (kontrole) finansijskih institucija.

- Takvo okruženje pogodovalo je visokoj konjunkturi na američkom tržištu nekretnina i davalo podstrek bankama i drugim finansijskim institucijama da bez (dovoljno) ograničenja primenjuju nove finansijske instrumente i prihvataju sve veće i veće rizike u traženju visokih prihoda i profita.
- Povedene varljivom lakoćom refinansiranja dugoročnih hipotekarnih kredita, finansijske institucije su svoje apetite za sve većim obimom plasmana počele da realizuju slabljenjem kriterijume za davanje hipotekarnih kredita i prihvatanjem, doduše bar jednim delom nesvesno, sve viših rizika. Složenom arhitekturom novih finansijskih instrumenta teret stvarnih rizika prenosio se na slučajno raspoređene nosioce (investitore) u SAD i celom svetu.
- Naravno, glavni implicitni saučesnik bio je neadekvatan regulatorni okvir u kombinaciji sa nedovoljno aktivnim monetarnim vlastima i agencijama zaduženim za kontrolu banaka i drugih finansijskih institucija. Podbacio je i sistem prevencije

(od kriza) i sistem intervencije (razrešenja posledica kriza). Pokazalo se da finansijske institucije koje iniciraju hipotekarne kredite nisu predmet regulative i, posledično, ne moraju da poštuju zahteve o punom izveštavanju i zaštiti potrošača.

- Veze između finansijskog sektora i ostatka ekonomije takođe su uticale na način širenja krize i njene ukupne efekte. Finansijska kriza već je prouzrokovala osetno usporavanje ekonomskog rasta u SAD tokom poslednjeg kvartala 2007 godine. Projekcije za narednu godinu i sredjeročni period takođe su revidirane naniže.
- Negativni efekti će se gotovo sigurno proširiti na Evropu i sve razvijene zemlje koje takođe očekuju usporavanje ekonomske dinamike. O intenzitetu dejstva na nova tržišta i nerazvijene zemlje još uvek se raspravlja, mada je skoro izvesno da će efekti biti приметni. Vidi tabelu 1.

Ovim se otvara začarani krug – finansijska kriza negativno utiče na tekući i projektovani ekonomski rast, vodi padu akcija i ulasku u širu i dublju recesiju, a to pogoršava perspektivu uspešnih poslova i privatnih investicija kao jedinog kredibilnog puta izlaska iz finansijske krize.

MMF zato predlaže da se u traženju leka pažljivo posmatraju pravi uzroci krize, i da se rešenja predlažu na preseku nacionalnih i međunarodnih faktora, sa jedne

Tabela 1: Projekcije ekonomskog rasta svetske privrede

		2006	2007	2008	2009	2007	2008	2009
		Procena				Promena		
Ceo svet (PPP)	MMF	5.0	4.9	4.1	-	0.2	-0.3	-
	SB	5.3	5.2	4.9	5.1	-	-	-
Razvijene zemlje	MMF	3.0	2.6	1.8	-	0.1	-0.4	-
	SB	2.9	2.6	2.2	2.6	-	-	-
SAD	MMF	2.9	2.2	1.5	-	0.3	-0.4	-
	SB	2.9	2.2	1.9	2.3	-	-	-
Evro zona	MMF	2.8	2.6	1.6	-	0.1	-0.5	-
	SB	2.8	2.7	2.1	2.4	-	-	-
Ostatak sveta	MMF	7.7	7.8	6.9	-	0.2	-0.2	-
	SB	7.5	7.4	7.1	7.0	-	-	-
Evropa i centralna Azija	MMF	6.4	5.5	4.6	-	-0.3	-0.6	-
	SB	6.9	6.7	6.1	5.7	-	-	-
Rusija	MMF	8.1	8.2	7.0	-	0.5	0.0	-
	SB	6.7	7.5	6.5	6.0	-	-	-
Kina	MMF	11.1	11.4	10.0	-	-0.1	0.0	-
	SB	11.1	11.3	10.8	10.5	-	-	-
Indija	MMF	-	-	-	-	-	-	-
	SB	9.4	9	8.4	8.5	-	-	-

Izvor: za MMF - IMF, World Economic Outlook, Update, January 2008, za SB - World Bank, Global Economic Prospects, January 2008

strane, i finansijskih i ekonomskih aspekata problema, sa druge strane. Na dnevnom redu se istovremeno našlo pitanje značajne monetarne relaksacije i ozbiljnog fiskalnog stimulusa. Van realnog konteksta, sama činjenica da MMF istovremeno govori o relaksaciji monetarne politike i davanju fiskalnog stimulusa mogla bi da predstavlja iznenađenje. Ako se, međutim, u obzir uzme ozbiljnost situacije, rešenost SAD da se posegne za fiskalnim stimulusom, i jaka želja MMF-a da afirmiše svoj novi globalni mandat, iznenađenja skoro da nema. Posebno ako se ima u vidu da su oba predlog data sa odgovarajućim kvalifikacijama (ograničenjima): relaksacija monetarne politike uz kontinuelnu brigu o stabilnosti, na jednoj strani, i davanje fiskalnog stimulusa u okvirima raspoloživog fiskalnog prostora i dugoročne fiskalne održivosti, na drugoj.

Ukratko, monetarna politika izabrana je kao prva linija odbrane. Centralne banke glavnih zemalja (SAD, Britanije i Evrope) obezbedile su dopunsku likvidnost i nastavile da stabilizuju (kontrolišu) inflatorna očekivanja. Pošto, kao što je već rečeno, to nije zaustavilo krizu valja uskoro očekivati mere fiskalne politike. Očekuje se da će SAD i druge razvijene zemlje sa malim fiskalnim rizicima pripremiti paket mera usmeren na korišćenje slobodnog fiskalnog prostora za blagovremeni i ciljno usmereni fiskalni stimulus koji bi podigao agregatnu tražnju prevashondo preko podsticaja privatnoj potrošnji. Naravno, Fond upozorava da ovaj podsticaj mora da bude privremen da bi se na duži rok očuvala održiva fiskalna pozicije. Novi direktor Fonda je to kratko objasnio nužnost fiskalnog stimulusa klasičnim citatom: "Čeo smisao srednjeročne fiskalne politike je štedeti za slučaj nužde (rainy day). Nužda je sada (kiša pada)."

Što se tiče finansijskih tržišta, glavno pitanje je vraćanje poverenja.

- Centralne banke moraju da nastave da obezbeđuju likvidnost i osiguravaju funkcionisanje interbankarskog tržišta novca, ali pri tom moraju pažljivo da biraju kojim kanalima i kakvim finansijskim institucijama daju likvidnost, na koji rok i na osnovu kakvih garancija. Kontrolno-reviziona funkcija mora da obezbedi konzistentnost u vrednovanju i otpisu aktive svih finansijskih institucija.
- Finansijske institucije moraju da vrate poverenje

investitora punim saopštavanjem svojih ulaganja u "subprime" i slične obveznice, bez obzira da li se ona nalaze u bilansu ili se evidentiraju van njega. Od kritičnog je značaja da veliki igrači koji su imali značajne otpise privuku sveži dopunski kapital i vrate neophodan nivo rezervi likvidnosti kako bi uverili buduće investiture o solidnosti sopstvene finansijske pozicije.

- Uprkos stavovima da su nova tržišta dovoljno odvojena od vodećih industrijskih zemalja i da je ekonomski rast u vodećim privredama (Kina i Indija) toliko jak da može da nastavi da ide napred uprkos sadašnje krize, MMF smatra da će efekti krize na nova tržišta osetiti i to dosta brzo. Glavni razlog je visoki stepen ekonomske integracije ostvaren poslednjih godina koji se ne vidi u celosti površnim posmatranjem trgovinskih i finansijskih tokova. Isto tako važno je pažljivo posmatrati i analizirati preusmeravanje finansijskih tokova posle izbijanja finansijske krize u SAD. Zabeleženi porast priliva kapitala u Indiju može da označava ne samo povraćaj kapitala koji je ranije investiran u SAD već i nove investicije u Indiju koja pokazuje visok potencijal ekonomskog rasta i nudi visoke kamatne stope.

U svakom slučaju, opasnost širenja krize na nova tržišta je, po mišljenju Fonda, velika i realna. Monetarne i fiskalne vlasti zato moraju biti u stanju pripravnosti da odgovore na rizike usporavanja ekonomskog rasta. Naglašavamo, ono što je novitet u Fondovom razmišljanju jeste sadržaj mogućih mera koji se kreće u raponu od relaksacije monetarne politike u zemljama sa niskom inflacijom i malim rizicima u monetarnoj sferi, do davanja fiskalnog stimulusa u zemljama sa malim javnim dugom i solidnom pozicijom rezervi. Naravno, uz upozorenje da fiskalni stimulus mora da bude: (a) privremen (ograničenog trajanja) tako da ne dovede u pitanje održivosti fiskalne pozicije na srednji rok, i (b) usmeren na one koji će slojeve (sa niskim dohotkom) koji će ga (odmah) potrošiti.

Pored toga novim tržišnim privredama se predlaže da se više naslanjaju na rast domaće tražnje kao izvor rasta i slede politiku fleksibilnijeg deviznog kursa kako bi pomogle urednom razrešenju postojećih međunarodnih neravnoteža.

Poslednja finansijska kriza već je učinila svoje na planu regulatornog okvira i sistema upravljanja rizicima. Umesto standardne sugestije da se ugledaju na uzor razvijenih privreda, sada im se predlaže da uče na njihovim greškama. Osnovni predlog je da se podigne kapacitet regulatornih institucija kako bi na vreme identifikovale rizike povezane sa preteranim kreditnim plasmanima i upotrebom netransparentnih kompleksnih instrumenata. Isto tako sugeriše se podizanje sposobnosti da se brzo readuje na nagle promene (recimo u sferi likvidnosti ili garancija, ili na šokove iz međunarodnog okruženja).

PORUKE I POUKE ZA ZEMLJE U TRANZICIJI I SRBIJU

Vrlo je verovatno da će neposredni efekti globalne finansijske krize najviše pogađati zemlje koje su snažno integrisane u međunarodne tokove kapitala i trgovinske tokove. Zato se i očekuje da će nova tržišta (Kina, Indija) i zemlje koje su završile tranzicije ovaj put snažnije osetiti efekte krize. Zemlje u razvoju i tranziciji koje su slabije povezane sa međunarodnim finansijskim i robnim tokovima neće osetiti snažno neposredno dejstvo mimo efekata koji se difuzno šire na opšte uslove poslovanja i tekućeg finansiranja međunarodnih poslova. Posredno dejstvo će biti приметно na mnogim frontovima, pre svega u izgradnji institucija finansijskog sektora, uvođenju novih finansijskih instrumenata i uopšte inovacija. Na jednoj strani to će usporiti i u značajnoj meri usložniti procese dalje reforme, ali će istovremeno povećati solidnost, eliminisati brzopletost i neke očigledne rizike. Učiti na tuđim greškama nije lako ali je mnogo brže i jeftinije od učenja na sopstvenim greškama

Na nivou konkretnih poruka za finansijski sektor, ova kriza gotovo taksativno potvrđuje neke od važnih preporuka koje smo naveli u prošlogodišnjem radu sa ciljem da se razreše neki problemi, poveća stepen poverenja i smanje rizici koji potiču iz finansijskog sektora.

- Rast kredita i ukupnog obima finansiranja ne sme da povećava rizike i mora da bude usklađen sa održavanjem finansijske stabilnosti,
- Krediti i svi drugi instrumenti moraju da budu podložni merama monetarne politike i kontrole (nadzora),

- Rast finansijskih institucija (povećavanja učešća na tržištu) mora da bude rezultat ekonomskog rasta and ne špekulativnog ponašanja da bi se stekla dominantna (ili monopolna) pozicija,
- Potrebno je unaprediti okvir za vođenje monetarne politike i održavanja likvidnosti,
- Potrebno je unaprediti transparentnost, infrastrukturu i kvalitet korporativnog upravljanja na tržištu kapitala,
- Potrebno je unaprediti kvalitet upravljanja i nadzora u bankama i osiguravajućim društvima,
- Potrebno je povećati transparentnost vlasništva u bankama i preduzećima koja se kotiraju na berzi,
- Potrebno je obezbediti kompletnu pravnu osnovu i tehničke kapacitete u pružanju računovodstvenih i revizorskih usluga po svetskim standardima,
- Potrebno je poboljšati kvaliteta supervizije banaka kako bi se pravilno ocenili stvarni rizici plasmana u bankarskom sektoru, uključujući učešće kredita koji se neuredno servisiraju (NPL ili non-performing loans).

Na meta nivou, ova kriza generiše neke dopunske važne poruke i pouke:

- **Eliminisati tvrdu idologiju:** Prisustvo tvrde (ekonomske i političke) ideologije u vođenju ekonomske politike i sprovođenju regulativne funkcije na važnim tržištima nije prihvatljivo. Rasprava o „ideološkim“ razlikama je moguća i poželjna, ali niko ne bi trebalo da ima pravo veta i samovolje u realizovanju sopstvenih viđenja ekonomske politike i institucionalnih rešenja. Pokazalo se da ljudi nesumnjivih stručnih kvaliteta, kao što je Alan Greenspan, mogu da naprave velike previde i greške u želji da afirmišu politiku, institucionalna rešenja i principe upravljanja koja ideološki preferiraju. Primeri kršenja pravila struke i principa kvalitetnog upravljanja zarad čistih ideoloških razloga nedopustivi su i, mnogo važnije, veoma štetni za finansijski sektor i privredu u celini. Neka vrsta kodeksa ponašanja koje bi potpisivao svaki državni činovnik koji radi na mpitanjima finansijskog sektora i menadžer zaposlen u finansijskim institucijama

možda bi pomoglo da se eliminišu očigledni primeri kršenja pravila struke i dobrog upravljanja.

- **Dozvoliti sva rešenja koja (mogu da) daju rezultat:** Sva ekonomsko-politička i institucionalna rešenja koja daju željeni rezultat u održavanju ekonomske stabilnosti, sprečavanju i prevladavanju kriza i podržavanju održivog i efikasnog rasta dozvoljena su. I obrat no, nikakva ortodoksija koja ne daje rezultat nije prihvatljiva. Na ovim principima SAD i MMF grade kombinaciju politika (monetarne relaksacije i povećane likvidnosti i fiskalnog stimulusa) za koju se očekuje da može dati rešenje finansijske krize i prevladavanje opasnosti od veštački pokrenute recesije. Pri tom se ne sme zaboraviti da svaka mera ima svoje negativne strane i može biti „kontraindikovana“ ako nije pravilno odabrana (pravi lek za datu bolest) i ne primenjuje u potrebnim „dozama“. Drugim rečima, neograničeni opšti fiskalni stimulus sigurno nije preporučljivo univerzalno sredstvo za iniciranje i održavanje privrednog rasta.
- **Vaspostaviti i održati poverenje u institute tržišne privrede i moderne finansijske instrumente:** Ova kriza je pokazala da nadzorna, kontrolna i regulativna funkcija može da deluje jedino ako je sveobuhvatna (tj. ako se odnosi na sve finansijske institucije i na sve instrumente), zasnovana na visokim standardima transparentnosti i izveštavanja i koordinirana na globalnom nivou.



Dušan Vujović

je diplomirao 1974. magistrirao 1977, doktorirao 1984. na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, a 1990. završio postdoktorske studije na Berkli Univerzitetu, SAD. Od 1975-1992. radio je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu (kao asistent, docent i vanredni profesor). Od 1985-1992. je radio kao rukovodilac projekta makroekonomskog modeliranja u Institutu za statistiku, SZS. Od aprila 1992. do oktobra 2001. radio u operativnom delu Svetske banke na nizu obrazovnih, analitičkih, investicionih i strukturnih projekata, uključujući poziciju rukovodioca makroekonomskog tima za Ukrajinu. Od oktobra 2001. do juna 2003. nalazio se na poziciji predstavnika naše zemlje u Svetskoj banci, a od juna 2003. na poziciji predstavnika Svetske banke u Kijevu i menadžera programa za Ukrajinu. Trenutno se nalazi na poziciji glavnog ekonomiste (Lead Economist) u nezavisnoj grupi za ocenu rada Svetske banke (Independent Evaluation Group), glavnog urednika časopisa *Finansije* i redovnog profesora na Fakultetu za ekonomiju, finansije i administraciju u Beogradu. Objavio je više knjiga i članaka u vodećim domaćim i svetskim stručnim časopisima na teme institucionalnih reformi, privrednog razvoja, makroekonomske analize i modeliranja, fiskalne i poreske politike, ocene investicionih projekata, finansijskog sektora, konkurentnosti i druge.

LITERATURA

1. Gramlich, Edward M. (2007), *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, Urban Institute Press, 2007.
2. IMF (2006), *Serbia and Montenegro: Serbia - Financial System Stability Assessment*, Washington, D.C., March 2006.
3. IMF (2008), *World Economic Outlook, Update*, January 2008.
4. Krugman, Paul (2007), *After the Money's Gone*, *New York Times*, Editorial, 14, decembar, 2007.
5. Krugman, Paul (2008), *Don't Cry for Me, America*, *New York Times*, Editorial, 18, januar, 2008.
6. Reinhart, Carmen M. i Kenneth S. Rogoff (2008), *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*, (January 2008). NBER Working Paper No. W13761.
7. Schwartz, Anna J. (1998), *International Financial Crises: Myths and Realities*, *The Cato Journal*, Vol 17, No. 3, Winter 1998.
8. Strauss-Kahn, Dominique, (2008), *Lessons from the Financial Market Crisis: Priorities for the World and for the IMF*, Managing Director of the IMF, ICRIER, New Delhi, India February 2008.
9. World Bank (2004 a), *Serbia and Montenegro: Serbia: Financial Sector Note*, Washington, D.C. September 2004.
10. World Bank (2004 b), *Serbia and Montenegro: Serbia: Investment Climate*, Washington, D.C. December 2004.
11. World Bank (2005 a), *Report on the Observance of Standards and Codes, Serbia and Montenegro: Serbia: Accounting and Auditing*, Washington, D.C., June 2005.
12. World Bank (2005 b), *Serbia and Montenegro: Serbia: Financial Sector Assessment*, Washington, D.C. November 2005.
13. World Bank (2006), *Global Development Finance: The Development Potential of Surging Capital Flows*, Washington, D.C., May 2006.
14. World Bank (2008), *Global Economic Prospects, Technology Diffusion in the Developing World*, January 2008.

MONOPOLI I TRANZICIJA U SRBIJI

VUK MIĆUNOVIĆ

Ti, vladiko, znaš duboke knjige,
nalaziš li u njima vještice?

VLADIKA DANILO

De vještice, što govoriš, Vuče?

Nema toga ni u jednu knjigu,

to su bapske priče i mudrosti;

nego laže ova babetina,

ali može nešto drugo biti.

P. P. Njegoš

Rezime

U radu se polazi se od činjenice da savremene privrede funkcionišu u uslovima u kojima dominiraju monopoli. Istovremeno se, u svetu i kod nas, vodi borba u cilju suzbijanja ili ograničavanja monopolske moći (antimonopolski zakoni, antimonopolske komisije, odbori, komiteti...) U toj borbi se najčešće priziva državna intervencija. Poslednjih nekoliko meseci ta borba je u Srbiji skoro dostigla intenzitet prave kampanje. Cilj rada je da objasni fenomen i ponudi odgovore na neka pitanja o prirodi monopola u tranzicionim privredama.

Ključne reči: *monopol, ravnoteža proizvođača, nasilje države (politike) nad privredom, indeks Herfindala i Hiršmana, dovesti gigante sa strane*

Abstract

In this paper, we begin with the fact that the contemporary economies function under the conditions dominated by monopolies. At the same time, there is an ongoing struggle in the world and in our country, in order to suppress or restrict the monopoly power (anti-monopoly laws, anti-monopoly commissions, boards, committees...). In that fight, they mostly call for state intervention. That struggle has almost reached the intensity of a real campaign in Serbia, in the last few months. The goal of this paper is to explain that phenomenon and to give answers to some questions about the nature of monopoly in transitional economies.

KEY WORD: *monopoly, optimal behavior of the firm, state (political) violence over economy, Herfindahl Hirschman index, to bring the giants abroad*

UVOD

Iako naša ekonomska literatura nije prebogata analizama tekućih tranzicionih kretanja, interes javnosti za tranzicione (ekonomske) teme ne može se poricati. Novine i tabloidi (razlike između ove dve kategorije sve teže se prepoznaju) pune su skandaloznih vesti iz oblasti privatizacije, privrednih zloupotreba, ali i drugih kriminalnih aktivnosti, uz slikovite primere iz života i rada brojnih mafija u skoro svakoj privrednoj grani (građevinska, energetska, poljoprivredna, trgovinska, saobraćajna itd.¹)

Cilj ovog rada je da ponudi odgovore na sledeća pitanja:

- Da li savremena tehnologija diktira optimalnu veličinu preduzeća tako da, na malim tržištima, firme spontano postaju monopolisti?
- Da li se pojava monopola, može, delom, objasniti nasilnim sužavanjem tržišta na ovim prostorima (komadanje države posle pada berlinskog zida)?
- Da li se monopolsko ponašanje u Srbiji, delom, može objasniti dugogodišnjom samoupravnom privrednom praksom (u prošlosti), odnosno nesvesnim usvajanjem ekonomske doktrine koja se oslanja na tu praksu?
- Da li se loše (ali i dobre) strane monopolske ili oligopolske ravnoteže proizvođača (ponuđača) kod nas interpretiraju na korektan način?
- Kakve su štete od posledica monopolske strukture tržišta i kako se u našoj praksi (i teoriji) shvata slobodna konkurencija – taj osnovni mehanizam tržišne privrede?

Poslednjih meseci intenzivno se lansira („spinuje“) tema o monopolima, kao značajnom uzroku visokih cena, inflacije i usporenog privrednog rasta srpske privrede

¹ Po svojoj prilici, čeka se pojava savremenog Leontijeva, koji će konstruisati model međumafijske analize.

poslednjih godina. Ova tema nije nova u našim glasilima. Podsetićemo da je još 2004. godine, tadašnji direktor Ekonomskog instituta G17, Milko Štimac, izjavio da domaća privreda nije stradala zbog liberalizacije spoljne trgovine, već su je ugušili domaći monopoli. "Imamo monopol maloprodaje koji se polako zaokružuje kupovinom svih maloprodajnih mreža i trgovina širom Srbije. Formiran je monopol u proizvodnji mleka i mlečnih proizvoda, zatim šećera, pa i monopol u farmaceutskoj industriji. Od ranije je kartelisan proizvodnja ulja", rekao je on kragujevačkoj Nezavisnoj svetlosti. "Poenta je u tome da otvaranje granica praktično ne znači ništa. Naša privreda nije stradala zbog liberalizacije spoljne trgovine, nego što je ugušena od strane monopola. Naše stanovništvo i standard trpe zbog monopola", kazao je Štimac. On je rekao da je razbijanje monopola izvodljivo kroz dva seta instrumenata, fiksalne i tržišne, ocenivši da većina monopolista praktično ne plaća porez. „Svi veliki industrijalci, koji se diče vezama sa partijama bivše vlasti, ne plaćaju porez. Primera radi, udeo poreza na imovinu u ukupnom fiskalnom prihodu prošle godine bio je 0,8 posto. To je neverovatno", rekao je Štimac. On je dodao da monopolisti moraju biti izloženi konkurenciji "tako što ćemo dovesti drugu maloprodajnu mrežu ili nekog giganta sa strane, pa će se oni međusobno takmičiti i obarati cene. Jer, kada se jednom formira monopol i zatvori nacionalno tržište, to je kraj razvoja. Tu nema ničega osim monopolske cene za onoga ko monopol drži. Dakle, nije dovoljna liberalizacija spoljnotrgovinskog režima, neophodno je liberalizovati i unutrašnje tržište", zaključio je Štimac.

Da li je potrebno podsećati da je i pored ovakvih ocena Instituta, političko krilo tima G17 našlo načina da ostvari plodne kontakte sa firmama optuživanim u javnosti za zloupotrebu monopolskog položaja, dovodeći u sklad saradnju ovih preduzeća sa bivšim i aktuelnim režimom. Ipak, oni koji su pažljivije pratili složene procese na ekonomskoj i političkoj sceni, nisu propustili da primete povremene povratke na antimonopolsku retoriku, koja bi se mogla iskoristiti u nekom budućem, pogodnom, trenutku, kada počne lov na "monopolske veštice", tj. kada bude potrebno da "dovedu nekog giganta sa strane", kako je lepo Štimac najavio pre četiri godine. Bilo bi, verovatno, još zgodnije (a ne bi bilo prvi put) da "gigant sa strane"

preuzme, po pristupačnoj ceni, celokupnu infrastrukturu "razbijenog" monopoliste²?

Monopoli se optužuju zbog previsokih cena. Kod nas je rasprostranjena zabluda da monopolista može proizvoljno da odredi cenu, a ne *jedino* ponudenu količinu roba ili usluga – o čemu će još biti reči u okviru ovog rada. U "Politici" od 16. novembra 2007. godine, pod naslovom "Ruke uvis: ovo je marža", poznati ekspert Danilo Drobniak ukazuje na problem visokih marži i niske produktivnosti u našim trgovinskim lancima, što je posledica odsustva slobodne konkurencije. Drobniak eksplicitno navodi ko su "giganti sa strane" koje treba dovesti u Srbiju. On kaže: "Nema stranaca poput "Teska", "Kerfura" ili "Senzberija". Ono što već godinama imaju Poljska, Češka ili Rumunija. Nama je u trgovini potrebno ono što imamo u bankarskom sektoru i odnedavno u mobilnoj telefoniji". Primitićemo da bankarski sektor nije, u ovom slučaju, baš najzgodniji primer, ako se ima u vidu da su realne kamate (tj. cene kredita) u Srbiji neuobičajeno visoke, a spred aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, poslednjih godina, zastrašujući u poređenju sa uljuđenim bankarskim sistemima.

Na stranicama Interneta vodi se bespoštedni rat protiv visokih cena. Navešćemo primer priloga "U Srbiji sve skuplje nego u Nemačkoj" (B92), koji je izazvao veliki broj odziva. U njemu se nalazi i "Tabela za nevericu" koja poredi maloprodajne cene nekih proizvoda.

Tabela za nevericu

Proizvod	Cene u dinarima	
	Nemačka	Srbija
mleko (1 l dugotrajnog)	63	72,9
ulje (1 l)	60	93,90
koka-kola (2 l)	62	89
šveps (2 l)	81	83,90
čokolada "milka" (100 g)	61,60	87,90
čokolada "kinder" (100 g)	66,30	97,90
sok od jabuke (1 l)	68,60	77,90
čaj od nane (20 kesica)	30	32,50
pasta za zube "kolgejt" (75 ml)	116	122,90
sapun	23	43
deterdžent "persil" (2 kg)	346	452,90
deterdžent "arijel" (2 kg)	389	465
kalgonit klasik (44 tablete)	545	831
šampon "nivea" (250 ml)	194	209,90
mleko za telo "nivea" (250 ml)	256	314,20
dezodorans "fa"	77	178,90

² Ostaje da se razmotri još pitanje: kako bi mogli biti nagrađeni funkcioneri i stranački aktivisti, zaslužni za ovakvo poboljšanje tržišne strukture?

Ali u žaru Internet – diskusije, jedan je učesnik napisao: “Da, sve je ovo tačno... a još je gora situacija ako se uporede cene tehnike, kompjutera i slično... Skoro sve, uključujući i usluge, je sada skuplje u Srbiji nego u zapadnoj Evropi, a poređenje sa Amerikom bi zbog niskog kursa dolara trenutno izgledalo još više poražavajuće”. Pronicljivi učesnik u Internet – dijalogu nije primetio da mu je pro-makla jedna nedoslednost: ako nizak kurs dolara ima za posledicu niske »američke« cene, zašto ne pomišlja na to da bi i nizak kurs evra (u odnosu na dinar) mogao imati, makar jednim delom, za posledicu niske »evropske« (pa i nemačke) cene. U produžetku lanca rezonovanja, teško bi mu bilo da objasni uticaj monopolista na (očigledno nizak) kurs evra, koji nameće (odnosno brani) Narodna banka Srbije. Ova činjenica baca sasvim novo svetlo na »Tabelu za nevericu«.

MONOPOLI

Studentima su dosadili primeri prirodnih monopola, koji se najčešće navode u skoro svim ekonomskim udžbenicima (rudnici dijamanata, izvori nafte, urođeni talenti umetnika ili sportista itd.). Ipak, nije suviše podsetiti da je borba za kontrolu prirodnih monopola (izvora energije i sirovina) najvažnija karakteristika vremena u kojem živimo, pa i ekonomskih i političkih procesa koji se u tom vremenu odvijaju.

Najveće vojne i finansijske imperije svim silama se trude da zadrže monopolni položaj koji već poseduju, ili da, ako je to moguće, zaposednu monopole na novim područjima. Uočićemo da je retorika koja prati borbu za osvajanje monopola uvek prepuna reči iz vokabulara liberalizma. Jedna svetska sila osporava drugoj pravo da sama raspolaže prirodnim resursima koji su važni za razvoj celokupnog čovečanstva i implicitno nagoveštava da će, koristeći svoj monopol na superiorna ofanzivna i defanzivna oružja, uticati na preraspodelu resursa na pravedniji način, što joj je, uzgred rečeno, već pošlo za rukom u zemljama koje nisu imale dovoljno snage da se odbrane, odnosno zaštite svoj teritorijalni integritet, kao i monopol na prirodne resurse. Naravno, sve se ovo čini u cilju liberalizacije, opšteg progressa i daljeg razvoja demokratskih odnosa među državama. Borba za zaštitu slobode i konkurencije, u svetskim razmerama, često nije ništa drugo

nego borba za monopolni položaj najvećih vojnih i ekonomskih sila.

Slično je i na mikronivou. Čak i u školskim primerima modela slobodne konkurencije, ne može se opovrgavati tvrdnja da se svaki učesnik u tržišnoj utakmici bori, u krajnjoj liniji, za monopolni položaj. Ukoliko bi se pretpostavilo da njegov cilj nije maksimizacija profita, odnosno sopstvenog rasta i, posledično, zaposedanje najvećeg mogućeg dela tržišta, model ponašanja proizvođača, koji dovodi do optimalnog rešenja (konkurentne ravnoteže) pao bi u vodu. Ali baš zato što se svi učesnici na tržištu trude da zauzmu monopolni položaj, u mnogim granama, i u većini situacija, ni jedan od njih ne može da bude uspešan u ostvarenju takvog svog cilja³. Zbog toga se, spontano, uspostavlja stanje (i ravnoteža) slobodne konkurencije, u kojoj ni jedan učesnik ne utiče odlučujuće na nivo ponude, pa tako ni na cenu.

Interesantno je da državni monopoli i monopoli koje drže strani vlasnici (bili oni privatni ili državni), nisu, kod nas, na udaru kritičara rastuće monopolističke opasnosti. Svetski softverski monopol »Majrosoft«, čiji su proizvodi svakodnevno pred očima miliona i milijardi korisnika u svetu, skoro da je najmanje primećen u kritikama monopola u Srbiji, a primer položaja industrije čelika gotovo da se ne sme spomenuti.

Ostaje i pitanje: ako na našem novčanom tržištu, na kojem dominiraju strani vlasnici, vlada slobodna konkurencija, zašto je spred aktivnih i pasivnih kamatnih stopa tako zastrašujuć? Da li i u ovoj oblasti treba tražiti nevidljive, a moćne učesnike – monopoliste ili oligopoliste?

Podrazumevaju se, takođe, državni monopoli u telefonskom i železničkom saobraćaju, kao i u elektropri-vredi ili nekim vrstama komunalnih usluga. Mnogi glasni aktivisti i lobisti zalažu se za potpunije državno preuzimanje i nekih drugih oblasti (kao što je npr. visoko obrazovanje⁴).

Interesantno je uočiti i nesumnjivu tendenciju da se iz nekih vitalnih ekonomskih oblasti, kao što su telekomunikacije (mobilna telefonija), finansije ili distribu-

³ Osim, naravno, ako se ne umeša država svojim spasonosnim merama.

⁴ Neposrednim finansiranjem državnih obrazovnih institucija, umesto finansiranja studenata koji žele da se osposobe za određenu profesiju na nekoj od visokoobrazovnih institucija koje međusobno konkurišu, država stvara prepreke slobodnoj konkurenciji i u ovoj oblasti.

tivni trgovinski lanci, sistematski potiskuju domaći vlasnici (pa čak i srpska država kao domaći vlasnik), pošto izgleda da su ova područja, u celom svetu, rezervisana za globalne lidere i njihov kapital.

Možda bi komparativna analiza strukture vlasništva u manje razvijenim zemljama mogla da pokaže da globalni lideri ne dozvoljavaju da sistemi u kojima se stvaraju najveći profiti budu u vlasništvu domorodaca? Ne može se sa sigurnošću tvrditi da ovo važi baš za svaku (pojedinačnu) nerazvijenu zemlju, ali određene indikacije, izvesno je, postoje. Nekima će to ličiti na paranoidnu »teoriju zavere«. Drugi će ovo prihvatiti kao prirodnu posledicu logike kapitala i kapitalizma, koji je, posle pada berlinskog zida, istinski postao svetski proces. Treći će ukazivati da slabiji moraju poštovati monopol na tehnološka znanja, pa je normalno da oni koji su najviše ulagali u istraživanje i razvoj ne žele da prihvate činjenicu da se »nou-hau« upotrebljava kao opšte dobro, na kome svi mogu da zarađuju.

Ovo naročito treba da shvate subjekti u nerazvijenijim zemljama (pripadnici slabijih država). Poznato je da ni vojna sila (ofanzivna i defanzivna), kao i moć propagande, nisu raspoređeni tako da bi se moglo govoriti o ravnopravnoj konkurentskoj borbi u globalnoj areni. Razvijenijim sistemom medijske propagande (monopol na medije i »svetske« vesti), vojnom silom, kao i ubedljivim porukama finansijskog kapitala, veliki su u stanju da svetsku javnost lako ubede u svoja prava, u legitimnost sopstvenih monopola i u nelegitimnost prava slabijih da raspolažu resursima na sopstvenoj teritoriji, bilo da je reč o energetskim izvorima, o sistemima finansijskih tokova, o velikim distributivnim (trgovinskim) lancima ili o najznačajnijim (elektronskim) medijima.

Istina je da postoji međunarodno pravo, koje bi trebalo da zaštiti i interes slabijih, ali ono nema čvrst oslonac ni u jednoj oružanoj sili, pa su slabiji permanentno izloženi ekonomskom (i drugom) teroru moćnih.

Nevolja se sastoji u tome što teror silnika izaziva, kao reakciju, takođe terorističke akcije (druge vrste) slabih i obespravljenih, spremnih da žrtvuju sve, pa i sopstveni život, da bi srušili poredak koji ih ponižava i eksploatiše. A žrtve i jedne i druge vrste terora uvek su nevini građani⁵.

5 Zajedničko je načelo terorizma da stradaju nevini, bilo zato što se odu-

NASLEĐE

Kolektivistički privredni sistemi bili su neefikasni zato što su u njima bili zapostavljeni pojedinci i njihovi lični interesi. Pokazalo se, suprotno prognozama vizionara socijalističkog i komunističkog poretka, da sebični motivi pojedinca daleko prevazilaze, na duži rok, altruističke (kolektivističke) podsticaje i iskrene želje za jednakošću i opštim blagostanjem.

Pojedinci su spremni, istorija je to nedvosmisleno pokazala, da se lako pomire sa nepravdama drastičnih socijalnih razlika, ako postoji makar i neznatna verovatnoća da se uzdignu ka vrhu ekonomske i društvene piramide, bez obzira na to što su svesni da takvo »uzdizanje« nije moguće bez potčinjavanja (eksploatacije) ogromne većine. Snaga kapitalizma leži baš u tome što svako maksimizira svoje napore da se »popne«. Priroda toga procesa, na duži rok, meumitno pokaže svoju jasnu logiku: borba svakog pojedinca za ekonomskim uspehom nužno se mora pretvoriti u borbu većine za opstanak u utakmici. U privredi i društvu veoma brzo dolazi do »ravnoteže straha«. Radnici i »niži« menadžeri se plaše da ne izgube posao i bore se da ga zadrže, visoki menadžeri, preduzetnici i finansijeri se plaše od gubitka kapitala i visokih prihoda i bore se za njihovo uvećanje. Svima je zajednička osobina: maksimalna aktivnost, a to je baš ono što povećava ukupno društveno blagostanje.

Bič straha i slatki mamac uspeha primoravaju svakog da najbrže što može »okreće pedale«. Osim toga, neravnomerna raspodela proizvedenog »kolača« omogućava da najveći deo pripadne neznatnoj manjini, koja ni uz najbolju volju, ne može da potroši značajniji deo prisvojenog prihoda. Zbog toga, kao i zbog sebičnih interesa (i straha da ne zaostane u takmičenju sa konkurentima) najveći deo prisvojenog se investira, radi dalje što brže oplodnje, što opet odgovara interesu rasta opšteg nivoa proizvodnih snaga. Nepravedno, ali efikasno!

Ako sentimentalni i dobronamerni čitalac uporedi vučje zakone slobodne kapitalističke konkurencije (taj burni ambijent hiperaktivnosti, straha i neizvesnosti) sa humanim modelima kolektivističke privrede (bila ona samoupravno-tržišna, ili etatičko-planska) lako se opredeljuje za kolektivističke modele. U njima je rad prirodno spo-

piru, bilo zato što se ne odupiru zahtevima i željama silnika.

jen sa sredstvima za proizvodnju, nema odnosa eksploatacije i potčinjavanja, nema straha od gubitka radnog mesta, ili od rizika kapitalnih gubitaka (koji se nadoknađuju iz kolektivnih fondova), a raspodela je ravnomerna, tj. pravedna naknada za uloženi rad. Socijalne razlike ne mogu biti drastično velike, pošto su proporcionalne istinskom (radnom) doprinosu pojedinih kategorija. Klasne tenzije gotovo da ne postoje. Zdravstvena zaštita i pristup obrazovanju (na svim nivoima) prilagođeni su sposobnostima pojedinaca i društvenim potrebama, a ne finansijskoj moći pojedinaca, a fondovi solidarnosti obezbeđuju i ekonomski najslabijima (pa i hendikepiranima) život dostojan čoveka.

Šta može da pokvari ovu idiličnu sliku privrednog poretka u kojem svi rade za sve, duboko svesni kolektivnih međuzavisnosti i suštinskog jedinstva interesa?

Izgleda da potpuna svest o kolektivnim interesima nije svojstvena ljudskoj prirodi, osim u vanrednim situacijama i na kraći rok (ratovi, prirodne katastrofe i sl.) Sebični motivi pojedinca neuporedivo su jači od njegovih altruističkih (kolektivističkih) motiva, iako nema sumnje da i ovi poslednji postoje. Izgleda da pojedinac, smešten u ambijent altruističkih relacija, prvo počinje da razmišlja o tome kako da, u uslovima pravedne i ravnomerne raspodele, minimizira sopstvenu aktivnost (i napore), a zatim kako da se, ipak, nekako izdvoji iz sive mase »jednakih«. Načela kolektivismu su pravedna i primamljiva, ali im se stvarnost teško prilagođava (Šekspir bi dodao: »Reči bi gore, ali mis'o osta dole«). Verovatno je ovo suštinski razlog zbog kojeg je socijalizam izgubio ekonomsku utakmicu na globalnom nivou.

U jednom članku iz šezdesetih godina prošlog veka, kritikujući državni intervencionizam i kolektivističke ideje u SAD, Nataniel Brendin postavlja pitanje: »kada bismo imali vremepolov i pomoću njega preneli pripadnike Ujedinjenih američkih sindikata, zajedno sa tri miliona birokrata, natrag u deseti vek – da li bi oni bili u stanju da srednjovekovnom kmetu obezbede električnu energiju, frižidere, automobile i televizore? Uz odgovor da *ne* bi mogli, treba da utvrdimo šta nam je omogućilo sve te stvari.«⁶

6 Deluje možda neverovatno, ali slično rezonuje i Karl Marks. U "Manifestu komunističke partije" (1848.) on ističe: "Buržoazija je u svojoj jedva stogodišnjoj klasnoj vladavini stvorila masovnije i kolosalnije proizvodne snage nego sve prošle generacije zajedno." Koliko bi tek K. Marks

Verovatno da sledi odgovor: kapitalizam i slobodna konkurencija, mada će upitni pogledi brojnih žitelja planete (iz Latinske Amerike, Afrike ili Azije) donekle pomutiti ubedljivost datog odgovora. Videćemo, međutim, da njihovom siromaštvu najviše doprinosi slabost pravnog poretka i institucija zaštite ugovora i svojine, bilo na unutrašnjem, bilo na međunarodnom planu.

Bilo bi pogrešno tvrditi da ekonomisti u socijalističkim zemljama nisu bili svesni prednosti slobodne tržišne privrede. Mnogi od njih su se zalagali za tržišne odnose i konkurenciju, a čak i u najranijim fazama kolektivističkom »takmičenju« pridavao se veliki značaj, iako ono nema nikakve sličnosti sa tržišnom konkurencijom.

Polemike su se vodile oko ravnotežne cene socijalističkog preduzeća (vrednosna cena, dohodna cena, ili specifična cena proizvodnje). Jedna ideja bila je veoma značajna u ovim polemikama: postojalo je verovanje da tržišni subjekti (konkurenti – robni proizvođači) mogu, međusobnim sporazumevanjem i dogovaranjem, da *anticipiraju* tržišne odnose, te tako učine privredu, oslonjenu na društvenu (ili državnu) svojinu, efikasnom (tržišnom). Sporazumevanje i dogovaranje o cenama nije protivrećilo tržišnom ponašanju proizvođača, nego je, naprotiv, taj proces interpretiran kao *prečica* ka bržem uspostavljanju tržišne ravnoteže i tržišnih cena, do kojih bi konkurencija ionako dovela, ali uz oscilacije, potrese i društvene gubitke.

Kada se stekne uverenje da je, mimo tržišnog procesa konkurencije, moguće uspostaviti optimalne nive cena, onda se prirodno nameće i zaključak da je potrebno iskoristiti prednosti *ekonomije obima*. To znači da, ukoliko se društvenim ili državnim sredstvima osniva neko preduzeće, onda ono treba da bude i veliko preduzeće. Velika preduzeća, krupni učesnici na tržištu, lako mogu da se nađu u monopolskom položaju, koji nikom ne smeta, pošto sveznajuća vlast (oličena u ministarstvima, komesarijatima, komisijama, odborima, a najčešće u partijskim komitetima) lako utvrđuje (daleko bolje od tržišta) koje su cene previsoke, odnosno izvan tržišne ravnoteže⁷.

bio zadivljen 150 godina kasnije, posle pronalaska motora sa unutrašnjim sagorevanjem, električne energije i radiodifuzije?

7 Da li smo danas daleko od ovog modela, ako ne u birokratskim institucijama (ali i u njima!), onda svakako u mentalnom sklopu vlasti i stranačkih aparatčika?

Možda u filozofiji ovog procesa treba tražiti odgovor na pitanje: zašto je našim firmama u mnogim oblastima bliska ideja *sporazumevanja i dogovaranja* o cenama, koja suštinski narušava osnovne principe slobodne konkurencije i sprečava formiranje cena na ravnotežnim nivoima; kao i ideja da velike firme (pomognute državom) moraju biti »lokomotive razvoja« oko kojih će, kao sateliti, kružiti mala i srednja preduzeća. U prošlosti, republike bivše SFRJ »zaokruživale« su svoj privredni prostor, gradeći po jedno preduzeće u svakoj grani i svakoj republici (železare, rafinerije...)

Veoma je rasprostranjeno i uverenja da cene moraju biti *prilagođene nivou plata*, ili bar onom što se smatra opšti nivo plata. Često se, u sredstvima javnog informisanja država *proziva* zbog visokog nivoa nekih cena, ili se pak *priziva* da interveniše administrativnim merama radi ograničavanja pojedinih cena. U svakom slučaju, veruje se da država mora da se meša u regulaciju cena. U ovom pogledu, država veoma rado izlazi u susret stanovništvu, naročito u predizbornim periodima, često i nesvesna kolike štete nanosi privredi, ali i građanima, na dugi rok. Administrativno ograničavanje cena proizvoda infrastrukturnih sistema (EPS, putna mreža, komunalne usluge i sl.) ne samo da dovodi do devastiranja ovih sistema, nego iskrivljeni odnosi cena (pogrešne informacije sa tržišta) izazivaju pogrešan obračun rentabilnosti u poslovnim poduhvatima i suboptimalnu alokaciju resursa.

Takođe, ceh veštačkog održavanja kursa dinara na visokom nivou skupo će biti naplaćen budućim generacijama, kada izvori jednokratnih priliva presahnu. Sličan scenario, ali u drugim uslovima, dogodio nam se u procesu zaduživanja 70-tih godina. Račun je stigao kasnije i ogledao se u finansijskoj krizi 80-tih i opštem slomu ekonomije i države 90-tih godina. Izgleda da pouke ovog ekonomskog scenarija nisu bile dovoljno jasne, pa moderni scenaristi, neopterećeni grižom stručne savesti, žele da se on ponovi.

PREDRASUDE

Iako svaki pojedinačni učesnik na konkurentskom tržištu prirodno teži monopolskom položaju, označavanje neke firme za monopolistu ima, po pravilu, negativan

predznak (čak su i vlasnici ovih kompanija skloni da prikrivaju činjenicu da su ostvarili svoj san).

Postoje mnoge predrasude i zablude o monopolima (ili u vezi sa njima). Navešćemo neke od tih zabluda:

- (1) Monopoli nastaju spontano u kasnijim, najvišim fazama razvoja kapitalizma⁸, kao posledica delovanja slobodne konkurencije (*na kraju*, u svakoj grani, pobeđe najjači);
- (2) Monopolisti ostvaruju cene i profite daleko iznad onih koje bi generisala nesputana slobodna konkurencija, pošto mogu *slobodno* da određuju cene;
- (3) Koncentracija ponude preko određenog nivoa nužno dovodi do monopolskog ponašanja (a to znači i monopolskih cena i profita);
- (4) U borbi protiv monopolske opasnosti najvažniju ulogu mora da igra *država*;
- (5) Pojava monopola usporava privredni rast i razvoj (pošto eliminiše konkurenciju, umrtvljuje preduzimljivost i inovativnost).

Pokušaćemo da, u najkraćim crtama, kritički razmotrimo svaku od navedenih predrasuda:

1. Monopol nastaje kad je ključni resurs u rukama jednog preduzeća⁹, kada država nekom preduzeću da isključivo pravo da proizvodi neko dobro ili uslugu i najzad, kada troškovi proizvodnje čine jednog proizvođača efikasnijim u odnosu na sve ostale.

Monopoli nastaju *u svim* fazama razvoja kapitalizma. Štaviše, verovatnije je da se jave u ranim fazama (prvi proizvođač u nekoj grani u početku nema konkurenciju, ona se javlja tek kasnije, kada on pokaže da je u toj oblasti moguće ostvariti profit). Istina je, ipak, da se takvi monopoli, spontano i brzo gube

2. Monopoli *ne mogu* da ostvaruju cene (i profite) na *proizvoljno visokom* nivou, kako se to često prikazuje. Moderna ekonomska analiza objasnila je ponašanje konkurentskog i monopolskog proizvođača i uslove njihove ravnoteže. Iz jednakosti marginalnog prihoda i marginalnog

8 Ova bi se zabluda mogla nazvati i »balk liberalizma«. Prema njoj, razvoj slobodne konkurentске privrede nužno dovodi do monopolske faze, u kojoj se konkurencija gubi, a firme postaju neefikasne. Zbog toga mnogi preporučuju da država odmah interveniše i ne dozvoli liberalizmu »da uzme maha«.

9 Privatna svojina nad kapitalom i sredstvima za proizvodnju, koja je koncentrisana u rukama jedne (malobrojne) klase, takođe predstavlja svojevrsni primer monopola, ali druge vrste.

troška (potreban uslov za maksimizaciju profita) sledi da je optimalni obim proizvodnje monopoliste manji od optimalnog ukupnog obima proizvodnje konkurentnih proizvođača, dok je ravnotežna cena monopoliste viša.

Razume se, ovo važi pod strogo određenim pretpostavkama. Pre svega, pretpostavlja se da ostali proizvođači *ne mogu* da ulaze u granu u kojoj monopolista ostvaruje veći profit. Zašto ne mogu? Zato što im to zabranjuje država (štiteći npr. patent ili autorska prava monopoliste); ili zato što ne poseduju neki prirodni monopolisani resurs; ili zato što nisu sposobni da proizvedu proizvod (uslugu) uz tako niske troškove kao monopolista (da li monopolista zbog toga mora biti kažnjen?) Moguće je da konkurenti nemaju dovoljno kapitala da implementiraju najnovije tehničke inovacije (da li ih zbog toga treba na silu gurati u granu)?

Funkcijom tražnje (relacija između količine koja se prodaje i cene po kojoj se prodaje) monopolista je ograničen u određivanju monopolske cene. Odluka koju on istinski donosi je odluka o *obimu proizvodnje* (usluga). Za dobijeni obim proizvodnje, preko funkcije tražnje, određena je cena. Oblik funkcije graničnih troškova takođe je značajna komponenta u odlučivanju. Lako je pokazati da proizvođači sa manjim nagibom funkcije graničnih troškova imaju konkurentsku prednost, u odnosu na one sa višim nagibom (da li ova okolnost daje prednost krupnim preduzećima?) Intuicija, međutim, sugeriše da su marginalni ukupni troškovi konstantni, pa je funkcija graničnih troškova horizontalna za sve učesnike (opet se postavlja pitanje: da li su varijabilni troškovi najniži u najvećim kompanijama?)

Sledi da, u modelu, najčešće nije moguće zadržati monopolski položaj (i monopolske cene), osim *nasilnom* podrškom sa strane (država!). Ali onda nije više reč o problemu monopola, nego o problemu *nasilja države* (i *politike*) *nad privredom*, što je posebna tema, koja je daleko aktuelnija za zemlje u tranziciji (posebno za Srbiju), od razmatranja štetnih (ili korisnih) dejstava monopola.

3. Monopolski položaj pojedinih kompanija i njihov brzi rast nije ostao neprimećen u kapitalističkom svetu, mada nema ubedljivijih dokaza da je on izazvao onu vrstu »mlitavog dembelisanja« u privredi, koju su podržavali

državni (autoritarni) privredni modeli, karakteristični za srednji vek, ili socijalistički poredak.

Uobičajeno je da se stepen koncentracije ponude u nekoj grani (i na nekom tržištu) meri indeksom Herfindala i Hiršmana (IHH)

$$IHH = \sum w_i^2$$

gde je w_i učešće i -te kompanije na određenom tržištu (grani), izraženo u procentima.

IHH uzima vrednosti u intervalu $0 < IHH < 10.000$. Smatra se da je koncentracija visoka ako je $IHH > 1.800$. Koncentracija je umerena ako je $1.000 < IHH < 1.800$. U ostalim slučajevima, koncentracija je niska.

U antimonopolskim razmišljanjima često se pre naglašava značaj koncentracije. Pod udar antimonopolskih mera (i zakona) dolaze firme čim prevaziđu određeno učešće na tržištu. Koncentracija u pojedinim granama na tržištu često se ubrzava, ali ne rastom ili spajanjem preduzeća, nego smanjivanjem tržišta pod dejstvom političkih faktora (komadanje države). Ovo naročito važi za našu zemlju, čije se granice, političkom voljom velikih sila, permanentno prekravaju, tako da svaka firma koja dostigne određenu veličinu, spontano ostaje monopolista u svojoj grani.

4. Veoma je rasprostranjena zabluda da država, svojim aktivnostima, može najviše da pomogne u suzbijanju negativnih posledica monopolskog ponašanja. Država je, ipak, najčešći uzrok *pojave* monopola, pošto i sama poseduje najznačajnije monopole: monopol na legalnu upotrebu sile protiv sopstvenih građana, monopol na tumačenje zakona i propisa (koji su u ogromnom broju slučajeva nejasni i dvosmisleni), monopol na objavljivanje i tumačenje istine (preko elektronskih i drugih medija pod državnom kontrolom), kao i monopol na raspolaganje i davanje na korišćenje prirodnih bogatstava zemlje. Država i partijski odbori, koji neretko zamenjuju državnu vlast, predstavljaju najznačajniji izvor monopolske moći. Zato deluju šaljivo vapaji, koji se čuju, da se prošire nadležnosti države u cilju suzbijanja monopolske snage firmi¹⁰.

Poznato je da u suzbijanju monopola državi stoje na raspolaganju sledeće mere: antimonopolsko zakonodavstvo, administrativno limitiranje cena, nacionaliza-

¹⁰ Priziva se kurjak da sačuva jaganjce.

cija monopolskih preduzeća (ili grana). Ali svaka od ovih mera ne može se prihvatiti bez ozbiljnih rezervi. Ponekad odbrana konkurencije u državno-partijskom aranžmanu može primiti oblik najgrubljeg napada na ekonomske slobode.

Država bi morala biti pozvana da bitno suzi svoje burne aktivnosti u oblasti privrede (u te aktivnosti se ona često i rado upliće) i da obavlja one dužnosti koje su za konkurentsku privredu najznačajnije: da učvrsti pravni poredak (sigurnost ugovora i svijine) i obezbedi ekonomsku slobodu, koju sama permanentno ugrožava. Bez pravne sigurnosti i ekonomske slobode (odnosno jednakosti pred nedvosmislenim zakonima za sve) ne može biti tržišne konkurencije, pa ni njene zaštite

5. Postojanje monopola po pravilu *ne usporava* privredni razvoj, niti umanjuje privrednu aktivnost. Monopol ne ukida konkurenciju, pošto svaka firma, ukoliko joj resursi dozvoljavaju, želi da uđe na monopolsko tržište, čija je atraktivnost, zbog povišenih cena, veća. Slobodnu konkurenciju pre može da ugrozi država, kada nasilnim merama štiti monopolističkog proizvođača, a takođe i kada nasilnim merama, štiteći male proizvođače, pokušava da detronizira monopolistu.

U ostrašćenim kritikama gubi se iz vida da monopoli imaju i pozitivnih uticaja na privredni razvoj. Koncentracija kapitala omogućava korišćenje prednosti ekonomije obima. Štaviše, moderna tehnologija, iako omogućava ogromne uštede po jedinici proizvoda (ili usluga), zahteva ogromna inicijalna kapitalna ulaganja, koja mogu da obezbede samo velike kompanije (istraživanje i razvoj, ispitivanje i osvajanje tržišta i sl.)

Takođe, lako se može pokazati da monopolske cene prelivaju *potrošačev višak* proizvođaču (tj. sektoru privrede). Taj novac se investira, umesto da bude potrošen (u sektoru stanovništva). Da li je nužno objašnjavati uticaj štednje i investicija na opšti privredni rast i razvoj?

Školski primer modernog monopola (»Majrosoft«) istovremeno je i primer firme koja je lider u tehnološkom progresu, firme sa ogromnim ulaganjima u istraživanje i razvoj, a takođe i firme sa velikim inovacionim kapacitetom. Da li se može verovati da bi veliki broj malih kompanija (čiji bi kapital u ukupnom zbiru bio jednak MS-ovom)

bio u stanju da obezbedi prodore slične snage? Da li bi njihov sinergetski efekat bio uporediv sa MS-ovim?

Naravno da se, u svestranoj analizi funkcionisanja monopolskih kompanija, ne sme zanemariti tamnija strana priče, koju ćemo ponovo istaći:

- Ravnoteža monopolskog proizvođača je na nižem nivou obima proizvodnje (i usluga) i višem nivou cena u odnosu na konkurentskog proizvođača.¹¹
- U pokušajima da pomeri krivu tražnje potrošača udesno, monopolista se često izlaže visokim troškovima propagande, lobiranja, kao i drugim troškovima koji mogu da posluže ovoj svrsi. Takvi troškovi se često mogu pokazati društveno neopravdanim.

ZAKLJUČAK

- U zaključku ćemo, najpre, izneti dva protivrečna, ali ipak tačna, stava:
Moderna kapitalistička privreda obiluje monopolima, koji su posledica ne samo finansijsko-ekonomskog, nego i tehničkog razvoja. Može se reći da živimo u svetu monopola, zato što su najvažnije privredne grane, po pravilu, monopolisane.
S druge strane, nije lako naći firme koje poseduju pravu monopolsku moć. U savremenoj, šarolikoj strukturi potrošnje, robe različitih vrsta tj. proizvodi različitih grana, lako postaju supstituti, pa su na taj način svi uključeni u konkurentsku borbu.
- Političko (geografsko) sužavanje tržišta naše zemlje, spontano je dovelo u monopolski položaj neke firma (primer: metalurgija). Osim toga, mnoge kompanije koje teže da koriste efekte ekonomije obima, lako se, svojim rastom, mogu naći u monopolskom položaju.
- Suprotno rasprostranjenim predrasudama, monopoli, pored loših strana (cene, obim proizvodnje), imaju i dobrih osobina (ekonomija obima, sinergetski efekti, prelivanje potrošačevog viška proizvođaču, veća ulaganja u istraživanja i razvoj).
- Teško je očekivati da će država, kao provereni i

¹¹ Pod uslovom da se ekonomija obima i sinergetski efekti ne uzimaju u obzir.

najsnažniji monopolista, širenjem svojih, već ionako preširokih ekonomskih nadležnosti, moći da efikasno brani slobodnu konkurenciju. U cilju zaštite konkurencije, umesto "hajke" na monopoliste, koja može ličiti na dimnu zavesu (pre nego što "dovedemo strane gigante"), država bi svoju aktivnost morala da fokusira na ono što je za odbranu konkurencije najvažnije: učvršćivanje pravnog poretka, uz istovremenu redukciju državno-partijskih interventnih mera u privredi. Subjekti (učesnici u konkurentnoj borbi) moraju se osećati jednaki pred zakonom.

- Ono što istinski ometa i usporava razvoj tržišne privrede i konkurencije u Srbiji nije monopolistički položaj kompanija u pojedinim granama, nego potpuno potčinjavanje ekonomije političkim (najčešće partijskim) interesima. Filozofija dirigovane privrede još uvek dominira u mentalnom sklopu političara (ali i ostalih građana), koji od države traže intervenciju (i spas) umesto da zahtevaju veću ekonomsku slobodu za preduzetnike, finansijere i radnike.



Danijel Cvjetičanin

je diplomirao, magistrirao i doktorirao na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, gde je kao asistent, docent, vanredni i redovni profesor radio u periodu od 1972-2004. g. U oktobru 2004. g. izabran je za rektora Univerziteta "Braća Karić". Autor je odeljka o finansijskoj analizi u brojnim investicionim projektima, procenama vrednosti firmi i programa privatizacije. Učestvovao je na izradi brojnih makroekonomskih projekata i programa, bio je član ekspertskeg tima prof. D. Avramovića, a takođe i član tima na projektu Ekonomskog instituta (Beograd) Ekspertskeg tima predsednika Vlade Srbije (1994-1997). Učestvovao je u timu za pripremu zakona o privatizaciji (1997). Od 2001-2003. je radio kao savetnik za ekonomska pitanja u kabinetu dr V. Koštunice, predsednika SRJ, a od 2002-2003. bio je član Vlade u senci DSS-a (ministar finansija) i član Saveta DSS-a. Autor je velikog broja članaka, referata i projekata, kao i udžbenika Operaciona istraživanja (EF, Beograd, 1990). Danijel Cvjetičanin je član društva Operacionih istraživanja Jugoslavije, Statističkog društva Srbije, predsedništva NDE-a, predsedništva SES-a (i glavni urednik časopisa Ekonomska misao).

UPOREDNA ANALIZA RELEVANTNOG TRŽIŠTA: KONCEPT I PRIMENA

Apstrakt

Nekoliko skorašnjih slučajeva koncentracije u malo-prodaji i odgovarajućih odluka regulatornog tela bili su povod da razmatramo načelne implikacije primene zakonodavstva o zaštiti konkurencije, čija istorija nije duža od dve godine. Relevantno tržište je ključan koncept od koga zavisi čitava praktična primena pravila o zaštiti konkurencije. Ovaj koncept odudara od uobičajenog shvatanja tržišta u mikroekonomiji, mada su supstitucija tražnje i ponude osnovni analitički elementi za njegovo određivanje. U maloprodaji je relevantan proizvod daleko širi nego u drugim oblastima na osnovu čega relevantno tržište može da se odredi prema grupi roba, preferencijama potrošača ili prodajnim formatima. Problem nastaje kad između ovih kriterijuma nema saglasnosti. Relevantno tržište određuje okvir za analizu tržišne snage koja se proverava na osnovu testa hipotetičkog monopoliste. Nakon tog testa potrebno je primeniti i test bitnog smanjivanja konkurencije da bi se na kraju donela odluka o dozvoli sprovođenja koncentracije. Predložena je dopuna zakonodavstva, a posebno procedure i metodologije koju primenjuje naše regulatorno telo. U celom radu je upoređivana naša i evropska praksa.

JEL klasifikacija: L41, K21

Ključne reči: Horizontalni merđer, relevantno tržište, dominantan položaj, trgovina na malo

Abstract

Few recent decisions on horizontal merger cases have provoked a public, but not sufficiently a professional attention concerning how competition rules in Serbia are implemented. It turned out that the concept of a relevant market was the key issue which brought about so much misunderstanding. By itself, this concept does not match popular economic interpretation despite the fact that substitution of demand and substitution of supply are two main analytical tools for its determination. The application in the case of retail trade is even more complex, since relevant market can be defined according to three different criteria: group of similar products, shopping missions and retail formats. The basic function of a

relevant market is to provide the framework for assessing market power of each market operators, and appropriate tests of a dominant position and substantial lessening of competition should be performed within its analytical boundaries. However, difficulties arise when available criteria lead to different practical solutions and conflicting implementation of competition rules afterwards. In this article, key recent merger cases in retail trade are briefly discussed, the typical practices of the EU and Serbia are analyzed and compared, and some amendments to the existing competition regulation are finally proposed.

Key words: Horizontal merger, relevant market, dominant position, retail trade

JEL classification: L41, K21

UVOD

Flaširana voda nije deo relevantnog tržišta negaziranih napitaka u Francuskoj, ali jeste u Norveškoj; iako služe istoj nameni tamponi i ulošci nisu deo istog relevantnog tržišta u Nemačkoj; šećer u kesama od 1.kg. i u džakovima od 50 kg. jeste deo istog relevantnog tržišta u Italiji, mada domaćinstvima ne pada na pamet da kupuju džakove šećera. Postoji li neka ozbiljna logika u primeni pravila o zaštiti konkurencije iza ovih slučajeva kada se sve to ne slaže sa uobičajenom predstavom o tržištu u ekonomskoj nauci? Da li različito tretiranje radnji kod relevantnog tržišta maloprodaje u Novom Sadu i Beogradu deli tu logiku ili jednostavno predstavlja grešku regulatornog tela? Uz sve to, na našem putu ka Evropskoj uniji, da li harmonizacija propisa znači njihovo prepisivanje ili istu primenu po svaku cenu bez obzira na različite životne situacije?

Tema ovog rada se bavi navedenim slučajevima u okviru analize koncepta relevantnog tržišta i njegove primene u domenu zaštite konkurencije. Sami po sebi slučajevi su ilustracija za mnogo načelnije probleme. Zakon o zaštiti konkurencije (ZoZK) zabranjuje tri vrste tržišnog ponašanja privrednih subjekata: i) zaključivanje kartelskih ugovora, ii) zloupotrebu dominantnog položaja i iii) koncentraciju koja dovodi do bitnog narušavanja konkurencije.

rencije. Prve dve pojave potpadaju pod primenu antimonopolske politike, dok je treći slučaj zaseban i predstavlja potencijalnu pretnju za slobodno tržište. U svim ovim slučajevima zakonodavac je zabrinut da li tržišni subjekti podižu cene iznad marginalnih troškova na osnovu svoje tržišne snage. Ako postoji takva tržišna snaga pretpostavlja se da privredni subjekti smanjuju obim ponude i podižu cene u odnosu na idealnu situaciju slobodnog tržišta, što dovodi do prisvajanja monopolnog profita i smanjenja društvenog blagostanja.

Mi se bavimo samo jednim od tri gore navedena slučaja zaštite konkurencije. To je horizontalna koncentracija na tržištu koja nastaje spajanjem najmanje dva do tada nezavisna privredna subjekta. To spajanje može da ima formu uspostavljanja direktne pravne kontrole (vlasničko preuzimanje ili ugovorni odnos) ili faktičke kontrole (povezane privredne aktivnosti). Kako su naše zakonodavstvo i njegova primena direktno pod uticajem zakonodavstva i prakse Evropske unije, mi ćemo posebnu pažnju posvetiti njihovoj uporednoj analizi.

Na razvoj zakonodavstva i prakse u Evropi uticale su prilike u SAD. Posle Drugog svetskog rata Harvardska škola zaštite slobodne konkurencije [Bain, 1956] je razvila tročlanu paradigmu, čiji su osnovni elementi i danas prisutni u modernom zakonodavstvu, uz sve kritike i izmene koje su u međuvremenu nastale. To je S-P-E paradigma ili trijada tržišne Strukture – Ponašanja – Efekata (Structure – Conduct – Performance ili S-C-P). Po njoj određena tržišna struktura (stepen koncentracije) izaziva monopolno ponašanje koje povećava cene bez smanjenja prodaje ili uz ograničeno smanjenje prodaje, što sve dovodi do formiranja profita iznad nivoa koji bi odgovarao ravnoteži na tržištu slobodne konkurencije. Na praktičnom planu ovo shvatanje je poslužilo kao teorijski osnov za formulisanje testa dominacije hipotetičkog monopoliste.

Čikaška škola zaštite slobodne konkurencije [Posner, 2001] je značajno dovela u pitanje ove postulate na teorijskom planu, ističući prednosti koncentracije koja donosi veću privrednu efikasnost i verujući u moć tržišta da se samo izbori sa svim monopolnim situacijama bez podrške države. Ako postoje nadprosečni profiti na jednom monopolizovanom tržištu, to će biti jak motiv za ulazak nekog novog konkurenta koji će na bazi tehnoloških inovacija i

diverzifikacije proizvoda da smanji cene i poveća kvalitet proizvoda i time preuzme značajan deo tržišta. Veličina preduzeća i tehnološke inovacije moraju da dovedu do veće efikasnosti, što će na kraju biti dobro i za potrošače jer će dobiti jeftinije, a kvalitetnije proizvode.

Moderno zakonodavstvo mahom vodi računa o doprinosima i o jedne i druge škole. U tom smislu ocena da li neki privredni subjekt ima monopolnu tržišnu snagu ne zavisi samo od strukture tržišta, nego i od niza drugih okolnosti: mogućnosti supstitucije u potrošnji, broja drugih tržišnih subjekata i njihove tržišne snage, postojanja ili odsustva barijera za brz ulazak na tržište drugih privrednih subjekata ili izlazak sa njega, tehnološkog razvoja i inovacija. U praktičnoj primeni, nastao je jak zakonodavni pokret koji je tražio da se test dominacije zameni sa fleksibilnijim testom suštinskog smanjivanja konkurencije, gde tržišna struktura ne igra toliko presudnu ulogu kao kod prvog testa.

Nezavisno od toga da li zakonodavstva primenjuju test suštinskog smanjivanja konkurencije (SAD, Kanada, Australija, a od skora i Velika Britanija i Irska) ili test dominacije (Evropska unija, većina članica EU, zemlje kandidati uključujući i Srbiju) potrebno je prethodno odrediti relevantno tržište. Relevantno tržište je tipično ekonomski koncept koji, međutim, određuje pravni okvir za primenu jednog ili drugog testa konkurentnosti na osnovu koga se preduzimaju odgovarajuće pravne sankcije ili se dopušta slobodno tržišno delovanje spojenih privrednih subjekata. U tom smislu određivanje relevantnog tržišta predstavlja rešavanje prethodnog pravnog pitanja od koga zavise dalje pravne radnje i sankcije. Problem je, međutim, u tome što u praksi određivanje relevantnog tržišta nije nezavisno od uticaja svih faktora tržišne konkurentnosti tako da se može slobodno reći da oni predstavljaju dve polovine jedne iste celine¹.

U prvom delu rada analiziraćemo opšti koncept relevantnog tržišta, a u drugom delu rada njegovu vezu sa određivanjem dominantnog položaja tržišnih učesnika. Treći deo rada je posvećen specifičnim problemima definisanja relevantnog tržišta u maloprodaji, dok u poslednjem delu

¹ Koncept relevantnog tržišta se, takodje, odnosi i na zloupotrebu dominantnog položaja o čemu ne raspravljamo u ovom radu, ali sve što će biti rečeno o relevantnom tržištu u kontekstu koncentracije odnosi se *mutatis mutandis* i na zloupotrebu dominantnog položaja.

analiziramo slučaj koncentracije Primer C/C market (2x2) i na njemu objašnjavamo sve teorijske i praktične dileme koje ovde postoje. Poslednji deo rada je posvećen zaključku šta bi dalje trebalo raditi kod nas na poboljšanju primene zakonodavstva o zaštiti konkurencije.

RELEVANTNO TRŽIŠTE

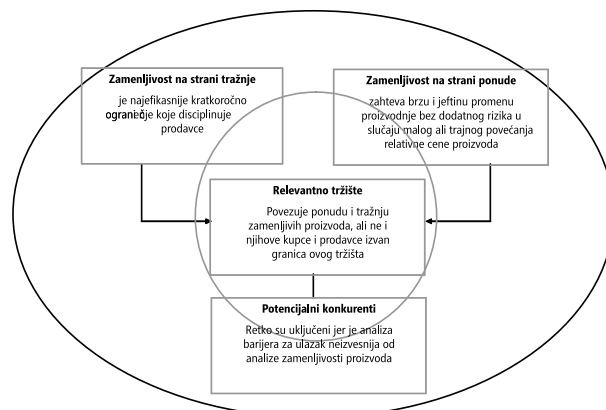
Koncept relevantnog tržišta odudara od uobičajenog shvatanja pojma tržišta u praksi ili ekonomskoj teoriji. On ima svoja dva aspekta – predmetni i geografski. Relevantno tržište obuhvata relevantno tržište proizvoda i relevantno geografsko tržište. Dakle, tržište mora biti određeno prema vrsti proizvoda (roba i usluga) koji se na njemu prodaju i omeđeno je prostorom na kome se oni kupuju i prodaju.

Naše pravo prihvata definiciju relevantnog tržišta koja postoji u EU. Relevantno tržište proizvoda jeste skup proizvoda koji su potrošačima zamenljivi pod prihvatljivim uslovima, naročito na osnovu svojih svojstava, uobičajene namene i cene. Relevantno geografsko tržište jeste teritorija na kojoj tržišni subjekti učestvuju u ponudi i tražnji pod istim uslovima konkurencije, koji se razlikuju od susednih teritorija².

Relevantno tržište je uži koncept od opšteg pojma tržišta koji obuhvata razmenu roba i usluga na svim područjima nezavisno od uslova konkurencije i postojanja zamenljivih proizvoda. Na slici 1 šematski je prikazan koncept relevantnog tržišta [Navarro, str.92] na koji smo dodali dva kruga koji predstavljaju šire i uže definisano geografsko područje. Intuicija nam govori da uže geografsko tržište uvek naglašava koncentraciju tržišnih učesnika, a da šire geografsko tržište razvodnjava takvu koncentraciju.

2 ZoZK, čl.6. „Službeni glasnik RS“, br. 79/05; *Commission Notice on the definition of relevant market for the purposes of community competition law*, Official Journal C 372, 09/12/1997 par.7: “A relevant product market comprises all those products and/or services which are regarded as interchangeable or substitutable by the consumer, by reason of the products’ characteristics, their prices and their intended use”. “The relevant geographic market comprises the area in which the undertakings concerned are involved in the supply and demand of products or services, in which the conditions of competition are sufficiently homogeneous and which can be distinguished from neighbouring areas because the conditions of competition are appreciably different in those area”.

Slika 1: Relevantno tržište



Ali to nije sve. Slična roba na različitim geografskim područjima može da ima drugačiji tretman. Definicija geografskog područja, u tom smislu, može presudno da utiče na ocenu da li postoji zamenljivost proizvoda. Na primer u slučaju *Nestle/Perrier* Evropska komisija nije uključila prirodnu negaziranu vodu u relevantno tržište zajedno sa drugim negaziranim napicima, koji svi zajedno služe za piće radi gašenja žeđi, pozivajući se na specifične preferencije francuskih potrošača. Nasuprot tome, u slučaju *Orkla/Volvo* u Norveškoj Evropska komisija nije našla takve specifične preferencije potrošača i dozvolila je šire definisanje tržišta bezalkoholnih napitaka u koje je uključila i prirodnu izvorsku vodu³.

Za određivanje relevantnog tržišta presudna je ocena potrošača da li su predmetni proizvodi međusobno zamenljivi. Formalan test koji to proverava naziva se SSNIP (Small but Significant Non-transitory Increase in Prices) ili test hipotetičkog monopoliste. Ovaj test je potekao iz američke prakse zaštite konkurencije i široko je prihvaćen u Evropi, uključujući i našu zemlju⁴. Test se sastoji u utvrđivanju najužeg tržišta proizvoda na kome bi pretpostavljeni monopolist mogao da profitabilno primeni malo, ali značajno (između 5% i 10%) i trajnije (do godine dana) povećanje cena. Ako ovo povećanje cena, u kombinaciji vrste proizvoda i geografskog prostora, ne izazove značajniji gubitak prodaje i profita zbog preusmeravanja tražnje na relativno jeftinije proizvode ili udaljenija tržišta, onda je otkriveno relevantno tržište na kome postoji hipotetička monopolista snaga prodavca. Ako bi, pak, postojao gubitak

3 *Nestle/Perrier* IV/M190 [1992] OJ L356 i *Orkla/Volvo* IV/M582 [1996] OJ L66.

4 *Uredba o kriterijumima za utvrđivanje relevantnog tržišta*, „Službeni glasnik RS“ br.79/05.

prodaje ili profita, potrebno je proširiti krug proizvoda ili područje i proveriti da li na širem tržištu potrošači mogu da izbegnu efekat relativnog porasta cena. Ovaj postupak je iterativan, sve dok se ne odredi relevantno tržište na kome povećanje relativnih cena ne dovodi do pada prodaje ili profita. Dakle, polazi se od najuže definicije tržišta – i geografski i predmetno – pa se ono širi kao koncentrični krugovi dok se ne zadovolji uslov koji postavlja test hipotetičkog monopoliste.

Da li će hipotetički monopolisti položaj biti ocenjen kao stvarno dominantan položaj koji bitno ograničava konkurenciju, zavisi od dalje analize i ocene uticaja niza relevantnih faktora.

U takvom kontekstu, ocena elastičnosti tražnje je suštinski značajan faktor za uspešnu primenu testa hipotetičkog monopoliste. Ako postoji visoka elastičnost tražnje, to znači da potrošači relativno više smanjuju kupovine nego što je relativni rast cena. Kao posledica toga, smanjuje se prihod prodavaca koji su takvom reakcijom potrošača bitno ograničeni u mogućoj politici podizanja cena. Primenom moderne ekonometrije, ocena elastičnosti tražnje uvek podrazumeva usvajanje nekog specifičnog modela potrošačke tražnje, što proširuje analizu izvan područja potrošačkih preferencija. Medjutim, bez takve jedne ocene danas je teško zamisliti ozbiljniju raspravu o zamenljivosti roba ili sudski spor o relevantnom tržištu u SAD i nizu drugih zemalja. Za razliku od takve prakse, Evropska komisija nije želela da pripiše presudni značaj primeni ekonometrije u određivanju relevantnog tržišta, pa je i ceo test opisala kao *konceptualni eksperiment*⁵. Time, naravno, Evropska komisija ne isključuje mogućnost primene ekonometrijskih ocena elastičnosti tražnje, ali sama nikada nije inicirala takvo istraživanje. U svim slučajevima gde su se koristile ove ocene, zainteresovane strane su prezentovale rezultate vlastite ekonometrijske analize, što je Komisija tretirala kao jedan u nizu relevantnih dokaza.

Takva praksa ima svoju potvrdu u analizi supstitu-

5 "The assessment of demand substitution entails a determination of the range of products which are viewed as substitutes by the consumer. One way of making this determination can be viewed as a *speculative experiment* [naše naglašavanje], postulating a hypothetical small, lasting change in relative prices and evaluating the likely reactions of customers to that increase". *Commission Notice on the definition of relevant market...* tačka 15.

cije tražnje koja ne vodi samo računa o cenama i tržišnim udelima na bazi funkcionalne upotrebe proizvoda, nego mora da vodi računa i o preferencijama potrošača. Poznat je slučaj *Procter&Gamble/VP Schickedanz* gde se postavilo pitanje da li tamponi i ulošci pripadaju istom relevantnom tržištu⁶. Po svojim svojstvima i nameni oni zadovoljavaju istu potrebu koja je označena kao ženska intimna higijena. Ako oba proizvoda čine jedno relevantno tržište, tada *Procter&Gamble* neće da stvara ili jača svoj dominantan položaj na nemačkom tržištu. Ako su, pak, to proizvodi koji pripadaju različitim relevantnim tržištima, očigledan je dominantan položaj *Procter&Gamble* na tržištu uložaka. Evropska komisija je detaljno ispitala raspoloživa istraživanja tržišta i preferencije potrošača i zaključila da one žene koje koriste uloške, teško prelaze na kupovinu tampona bez obzira na promenu odnosa njihovih cena. Zbog toga je doneta odluka da se ovde radi o različitim relevantnim tržištima, mada intuicija govori suprotno.

Iako se bazični princip određivanja relevantnog tržišta bazira na reakciji potrošača na promenu cena i zamenljivosti njihove tražnje, Evropska komisija i naše zakonodavstvo uvode i koncept elastičnosti ponude u određivanje relevantnog tržišta. Prema našem zakonodavstvu pad tražnje zbog malog, ali značajnijeg i trajnijeg povećanja cena se procenjuje na osnovu supstitucije tražnje i supstitucije ponude [Uredba, čl.2 tač.5]. Po Evropskoj komisiji „supstitucija ponude može se takodje uzeti u obzir pri definisanju tržišta u onim situacijama u kojima su njeni efekti ekvivalentni efektima supstitucije tražnje po brzini i efikasnosti“ [Ibidem, tačka 20]. To znači da su drugi proizvođači sposobni da preusmere svoju proizvodnju na relevantno tržište zbog relativnog porasta cene proizvoda, što može da disciplinuje prodavce koji su nameravali da podignu cene. Ta pretnja po svom efektu na brzinu i efikasnost prilagodjavanja mora biti jednaka efektu supstitucije tražnje.

Šta će se, nedjutom, desiti ako postoje različiti kupci sa različitim preferencijama? Tada primena kocepta supstitucije tražnje postaje nemoguća, ali alternativni koncept supstitucije ponude može da bude od pomoći. Na primer, u slučaju pakovanja šećera *Eridanial/ISI* postojale su dve kategorije kupaca: pojedinci i kanditorska indu-

6 *Procter&Gamble/VP Schickedanz*, IV/M430 [1994] OJ L354.

stria⁷. Pojedinci kupuju šećer u pakovanju do 1.kg. dok kantorska industrija kupuje veća pakovanja od 50 kg. Šećer u kesama distribuirana prodajna mreža maloprodaje, dok šećer u velikim kesama direktno šećerane isporučuju kupcima. U slučaju povećanja cene šećera u malim pakovanjima, potrošači nemaju nameru da kupuju džakove šećera radi kućne potrošnje. I obrnuto, u slučaju povećanja cena džakova šećera, agro-industrija neće preći na kupovinu šećera u kesama u samoposlugama. Postavilo se pitanje da li se ovde radi o dva relevantna tržišta, s obzirom na razlike u kupcima i njihovim preferencijama ili o jednom jedinstvenom relevantnom tržištu, jer je u pitanju isti proizvod. Odgovor nije dobijen analizom supstitucije tražnje, već analizom supstitucije ponude. Pokazalo se da u slučaju promene relativnih cena, kompanije koje pakuju šećer mogu lako da promene veličinu pakovanja i da im to neće doneti toliki porast troškova koliko bi doneo porast prometa i profita na osnovu malog ali trajnijeg porasta cene šećera u jednom ili drugom obliku pakovanja. Zato je Komisija bila spremna da tretira obe vrste pakovanja kao proizvod na jednom relevantnom tržištu, mada u kasnijoj analizi nije bilo ni potrebe da se tako izjašnjava pošto bi u oba slučaja bio donet isti zaključak.

Ova poslednja napomena ilustruje još jednu praksu Evropske komisije. Iako polazi od toga da je određivanje relevantnog tržišta nužan prvi korak u oceni koncentracije, gde god to ne mora da čini, ona ne zauzima definitivan stav o tom pitanju, mada je iz njene analize uvek očigledno kakva bi odluka bila doneta da je to bilo potrebno.

DOMINANTAN POLOŽAJ

Iz dosadašnje analize možemo da zaključimo da je određivanje relevantnog tržišta prilično fleksibilan proces. Takva fleksibilnost u nekim okolnostima može da bude korisna da bi se ocenilo stvarno stanje konkurencije na onim relevantnim tržištima koja su specifična u odnosu na druga srodna tržišta, ali, isto tako, velika fleksibilnost unosi priličnu dozu pravne nesigurnosti i rizika na tržištu spajanja i pripajanja privrednih subjekata. Spomenuli smo već Čikašku školu koja je, uprkos određenim preterivanjima, jasno pokazala da tehnološki progres i napredak ne nose mala već velika preduzeća i da bi trebalo omo-

gućiti da tržište firmi posluje na isti efikasan način kao i sva druga tržišta.

Kao pandam fleksibilnosti određenu dozu izvesnosti nose kvantitativni kriterijumi za određivanje dominantnog položaja na relevantnom tržištu. Postojala je velika rasprava u EU da li je to potrebno ili nije⁸. U načelu postoje dve škole mišljenja i dve zakonodavne prakse u državama članicama EU. Prema jednoj školi potrebno je odrediti da li koncentracija dovodi do „suštinskog smanjivanja konkurencije“ (tzv. test SLC – Substantial Lessening of Competition) bez potrebe da se formalno utvrdjuje dozvoljeni prag koncentracije. Bitni su kriterijumi na osnovu kojih je moguće doneti odgovarajući zaključak o smanjivanju koncentracije posebno u nekim graničnim slučajevima kada dolazi do koncentracije tržišnih učesnika koji nisu lideri grane. Po drugoj školi, radi smanjivanja neizvesnosti, potrebno je izričito predvideti koliko iznosi dozvoljeni prag koncentracije u svim slučajevima (tzv. test dominantnosti).

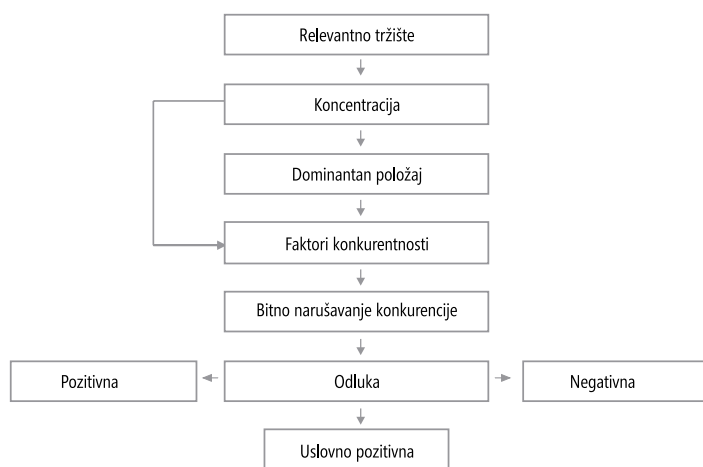
Komisija je zaključila da u većini slučajeva oba testa vode do istog zaključka i usvojila je kompromisno rešenje. Pozivajući se na sudsku praksu Evropskog suda pravde zadržan je test dominantnosti, ali je navedeno da to nije dovoljno i da je potrebno ispitati efekte drugih faktora konkurentnosti. Praktično, u prvom koraku se sprovodi test dominantnog položaja, a u drugom koraku test suštinskog smanjivanja konkurencije (videti sliku 2 i nešto niže navedenu sliku 4). Zaključak o potencijalnom narušavanju konkurencije na osnovu stvaranja ili jačanja dominantnog položaja nije konačan dok se ne ispituju i drugi faktori konkurentnosti (struktura tržišta, barijere za ulazak, odnosi sa dobavljačima, razvoj tržišta i inovacije). Tek tada se donosi definitivan zaključak.

Naše zakonodavstvo je preuzelo ovakvo rešenje Evropske unije, ali ga je delimično modifikovalo što će se u praksi pokazati ne baš kao srećno rešenje. Šematski to je prikazano na slici 2. kao dva alternativna puta koja vode analizu od faze koncentracije do faze zaključivanja o bitnom narušavanju konkurencije.

⁸ Rasprava je okončana tzv. „Zelenim papirom“ i donošenjem novih propisa o koncentraciji: Council Regulation (EC) No.139/2004 on the Control of Concentration between Undertakings [2004] OJ L24/; Green Paper on the Review of Council Regulation (EEC) No.4064/89, COM (2001) 745/6.

⁷ Eridanial/ISI IV/M062 [1991].

Slika 2: Procedura odlučivanja



Prema ZoZK zabranjena je „koncentracija kojom se bitno sprečava, ograničava ili narušava konkurencija, *pre svega* stvaranjem, odnosno jačanjem dominantnog položaja na tržištu“ [čl.2 st.1 tač.3]. U ovoj pravnoj normi, mi smo naglasili izraz „pre svega“. On odražava kompromisni stav EU po kome je test dominantnog položaja glavni test, ali on ne isključuje da se i mimo njega odredi „bitno“ narušavanje konkurencije ako to specifični uslovi slučaja zahtevaju. Ali kada se na osnovu njega donese zaključak o dominantnom položaju, to još uvek ništa ne znači kakva će da bude konačna odluka. Za tu odluku potrebno je analizirati uticaj drugih faktora konkurencije, pre svega strukture tržišta i barijera za ulazak. Nekada su, međutim, razvoj tržišta i inovacije presudne za donošenje odluke⁹. Time je ostavljena mogućnost da se u odlučivanje inkorporira zahtev Čikaške škole da se državnim kontrolom koncentracije ne sprečava razvoj tržišne efikasnost. Moguće je da će konačna odluka da potvrdi radnu hipotezu zasnovanu na testu dominacije, ali je isto tako moguće da ona može potpuno da je izmeni. U svakom slučaju potrebno je obrazložiti efekte jednog i drugog testa i na kraju naznačiti šta je njihova rezultanta¹⁰. Ovo je jako važno, naročito u graničnim slučajevima kada je sporno da li je nesumnjivo utvrđen dominantan položaj nekog učesnika u koncentraciji.

Način na koji je naše zakonodavstvo preuzelo kompromisno rešenje EU u pogledu kombinacije testova

⁹ To je suština rasprave o tzv. relevantnom tržištu nove ekonomije; videti [Jones, str.65].

¹⁰ Ovo, nažalost, naše zakonodavstvo propušta izričito da navede, mada to čine zakonodavstva u susednim zemljama BiH i Hrvatske.

dominacije i suštinskog smanjivanja konkurencije ostavlja suviše prostora za fleksibilnost. Na osnovu članova 2 i 28 ZoZK uvodi se test bitnog smanjivanja konkurencije. U međuvremenu u čl. 16 definiše se dominantan položaj, a Uredbom se uvodi test hipotetičkog monopoliste. Međutim, kriterijumi za određivanje dominantnog položaja nisu samo kvantitativni. Indikator je tržišno učešće od 40% koje ustvari predstavlja oborivu pravnu pretpostavku o postojanju dominantnog položaja. Ako neko ima tržišno učešće preko ovog procenta pretpostavlja se njegov dominantan položaj, ali on može da dokazuje da to nije slučaj. I suprotno, ako neko ima manje učešće na tržištu od 40%, Komisija za zaštitu konkurencije može da dokazuje da on ipak ima dominantan položaj. Kriterijumi za obaranje pretpostavke o dominantnom položaju su: struktura tržišta, prepreke za ulazak, snaga konkurenata i položaj kupaca. Oni ujedno predstavljaju i najveći broj kriterijuma na osnovu kojih se sprovodi test bitnog smanjenja konkurencije.

Mi tumačimo naše zakonodavstvo na taj način da je ovde u pitanju dvofazni postupak. Najpre se određuje postojanje dominantnog položaja, ali ne samo na osnovu primene kvantitativnog standarda o tržišnom učešću od 40% nego i na osnovu drugih faktora, a potom se ulazi u drugu fazu analize i ocenu o bitnom smanjivanju konkurencije. Na ovaj način se uvodi mnogo više fleksibilnosti nego što to čini evropska regulativa. Ona ima jasne kvantitativne kriterijume o postojanju dominantnog položaja i tržišnoj strukturi, i za nju je postojanje dominantnog položaja oboriva pretpostavka o tržišnoj moći koja može bitno da naruši konkurenciju. Ta pretpostavka se proverava primenom testa suštinskog smanjivanja konkurencije. Kada na kraju uporedimo oba zakonodavstva možemo da vidimo da u oba slučaja postoje oborive pretpostavke, ali o različitim stvarima - postojanje dominantnog položaja naspram njegovog efekta na bitno smanjivanje konkurencije. Iz toga izvlačimo zaključak da Evropska komisija pridaje manji značaj postojanju dominantnog položaja nego naše zakonodavstvo.

Drugi izraz koji je potrebno naglasiti u gore navedenoj pravnoj normi o zabrani koncentracije jeste *bitno* sprečavanje, ograničavanje ili narušavanje konkurencije. Nije svako narušavanje konkurencije zabranjeno, nego

samo bitno narušavanje konkurencije. Za takvu ocenu su potrebne dve informacije: šta je standard ili „benchmark“ tržišne konkurencije u odnosu na koji se ocenjuje da li postoji bitno narušavanje i da li su postojeće cene po kojima se sprovodi test hipotetičkog monopiliste i ocena supstitucije na ravnotežnom tržišnom nivou ili su iznad ili ispod njega?

Sa stanovišta nivoa cena poznati slučaj *Du Pont/USA*, u kome je prvi put u sudskom postupku primenjen koncept unakrsne elastičnosti tražnje, predstavlja primer kada su postojeće cene bile iznad ravnotežnog nivoa koji bi odgovarao tržištu potpune konkurencije. To je sve dovelo do tzv. *Celofanske zablude* koja upozorava na moguću grešku u primeni test supstitucije ako cene nisu na ravnotežnom nivou slobodnog tržišta [Bishop, str.98]. Postoji i suprotan primer *Aberdeen Journals*, kada su tržišne cene bile ispod ravnotežnog nivoa, što je moglo da dovede do pogrešne odluke u pogledu određivanja relevantnog tržišta i jačanja dominantnog položaja¹¹.

Dosadašnja analiza je ukazala na tri problema u primeni zakonodavstva o zaštiti konkurencije:

1. Određivanje relevantnog tržišta je drugačije nego u svakodnevnoj praksi ili ekonomskoj teoriji,
2. Relevantno tržište je prilično fleksibilan koncept na koga utiče niz faktora, a ne samo supstitucija na strani ponude i tražnje, i
3. Ne postoji standard u odnosu na koga se određuje bitno smanjenje konkurencije, nego samo rukovodeći principi za takvu ocenu.

RELEVANTNO TRŽIŠTE U MALOPRODAJI

Kada imamo primere relevantnih proizvoda kao što su šećer, sredstva za intimnu higijenu ili flaširana voda, kod kojih i intuicija i ekonomska teorija imaju jasnu predstavu šta je tržište tih proizvoda, a koja se bitno razlikuje od shvatanja koja postoje u primeni regulative o zaštiti konkurencije, možemo da pretpostavimo kakve sve dileme postoje u slučaju jedne široke lepeze proizvoda kao što su to robe u svakodnevnoj potrošnji domaćinstava. Ovde se ne radi o jednoj robi nego o korpi roba koja može da ima preko pet hiljada artikala. U normalnoj statističkoj praksi koja sku-

11 *United States v. El du Pont de Nemours & Co.* 351 US 377 (1956); *Predation by Aberdeen Journals Ltd.*, DGFT, CA98/14/2002 [2002] UKCLR 740.

plja podatke o trgovini na malo na osnovu ankete, uzorak obuhvata oko 500 roba i usluga¹². Pri određivanju relevantnog tržišta u maloprodaji, naravno, da nije moguće voditi računa o svim ovim robama. Zato je potrebno najpre precizno definisati šta se pod maloprodajom posmatra. U slučaju *2xC* to je bila delatnost 52110 – nespecijalizovana trgovina na malo, pretežno hranom, duvanom i pićem. Potom je potrebno bliže definisati skup relevantnih proizvoda. Taj skup je Komisija za zaštitu konkurencije definisala kao „...prehrambene robe i robe široke potrošnje namenjene svakodnevnom ili povremenom snabdevanju domaćinstava u maloprodajnim objektima tipa samoposluge, diskonta, super-marketa i hiper-marketa“¹³.

Navedena definicija je samo jedna od tri moguća teorijska i praktična načina određivanja relevantnog tržišta. Ta tri načina su sledeća:

1. Izdvajanjem jedne uže homogene grupe proizvoda. To je bilo učinjeno u slučaju *Agrokor/PIK Vrbovec*, gde su relevantni proizvodi definisani kao skup proizvoda od mesa i mesnih preradjevina¹⁴.
2. Razdvajanjem svakodnevnih kupovina (manje vrednosti pretežno hleba, mleka, mesa, novina i duvana) od nedeljnih kupovina (veće vrednosti, pretežno ulja, šećera, voća i povrća, sredstava za ličnu higijenu i sredstava za čišćenje). Primer za to daje Izveštaj iz 2000.g. Komisije za koncentraciju Velike Britanije u kome je zauzeto stanovište da samo velike kupovine u većim samoposlugama predstavljaju relevantno tržište maloprodaje u toj zemlji¹⁵.
3. Razdvajanje prodajnih formata tako što se prodavnice i manje samoposluge izdvajaju na jednu stranu, a hipermarketi i supermarketi na drugu stranu. Ovo je preovladujuća praksa Evropske komisije za slučajeve koncentracije u maloprodaji koji imaju „komunalnu dimenziju“ odnosno odnose se na više članica EU. Komisija za koncentraciju Velike

12 Videti praksu evropsku statistiku: Eurostat, *Eating, drinking, smoking - comparative price levels in 37 European countries for 2006*, Statistics in focus, Economy and Finance, 90/200.

13 Komisija za zaštitu konkurencije RS, *Rešenje broj 6/0-02-138/07-15* od 26.11.2007. str.10.

14 Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja, Klasa: UP/1-030-02/2004-02/90, Ur broj: 580-02-05-41-109, Zagreb, 28. prosinca 2005.

15 http://www.competition-commission.org.uk/rep_pub/reports/2000/fulltext/446c4.pdf, glava IV.

Britanije je promenila svoje prethodno mišljenje i sada je vrlo bliska ovoj evropskoj praksi, s tim što je dalje specifikuje prema prilikama svog nacionalnog tržišta¹⁶.

Dakle, u svakom pojedinačnom slučaju valja doneti odluku da li će se relevantno tržište odrediti prema grupi proizvoda, potrošačkim preferencijama ili prodajnim formatima. Vrlo je interesantno videti zašto je britanska Komisija za konkurenciju promenila svoje mišljenje u periodu od sedam godina. Obrazloženje je da su se potrošačke navike promenile i da sada jača trend svakodnevnih manjih kupovina. U prethodnom izveštaju bila su istaknuta dva grafikona koja su ubedljivo dokazivala tadašnju analitičku poziciju. Na jednom grafikonu je pokazano da oko 85% svih kupovina, velikih i malih, britanski potrošači obavljaju u velikim samoposlugama (slika 4.2. u izveštaju), dok ostatak vrše u prodavnicama. A na drugom grafiku (slika 4.5 u izveštaju) je navedeno da dnevne kupovine čine samo 16% svih kupovina, a nedeljne čak 70%¹⁷ (što je inače vidljivo sa slike 3 koju niže navodimo). Naravno, nakon toga bilo je prirodno da se zaključi da tržište maloprodaje svakodnevnih proizvoda obrazuju lanci većih samoposluga, supermarketi i hipermarketa za velike nedeljne kupovine.

U međuvremenu, takve navike potrošača su se promenile i oni sve više idu u dnevne kupovine. Zbog toga oštro razdvajanje dnevnih od nedeljnih kupovina više nije imalo smisla. Umesto toga, upotrebljen je samo kriterijum veličine prodajnih formata, s obzirom da površina prodajnog prostora određuje strukturu i broj izloženih roba na prodajnim policama. U tom smislu britanska Komisija za konkurenciju je odredila tri relevantna tržišta u maloprodaji:

1. Velike samoposluge ili supermarketi sa prodajnim prostorom većim od 1,000m² ili 2,000m² u radijusu od 10 do 15 minuta vožnje kolima; na ovom tržištu konkurišu samo supermarketi između sebe.
2. Srednje samoposluge sa prodajnim prostorom manjim od 1,000m² ali većim od 280m²; na njemu konkurišu sve srednje samoposluge (u radijusu od 5 do

10 minuta vožnje kolima) i velike samoposluge (u radijusu od 10 do 15 minuta vožnje kolima).

3. Prodavnice sa prodajnim prostorom ispod 280m²; na ovom relevantnom tržištu svi konkurišu – prodavnice i srednje samoposluge (u radijusu od 5 do 10 minuta vožnje kolima) i velike samoposluge (u radijusu od 10 do 15 minuta vožnje kolima)¹⁸.

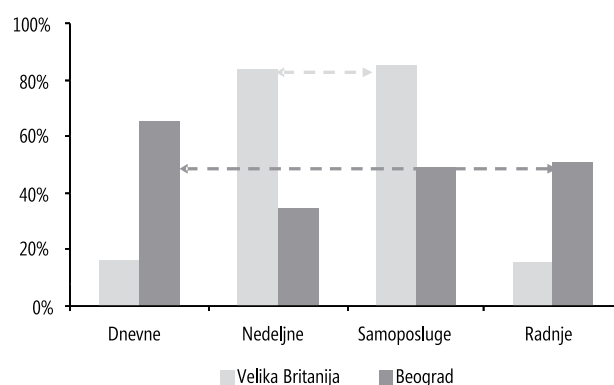
Ovo je vrlo interesantan nalaz sa stanovišta prirode konkurencije na relevantnom tržištu. Na konkurentskom tržištu uvek neka grupa tržišnih subjekata postavlja ograničenja za ponašanje učesnika u koncentraciji tako da oni ne mogu potpuno samostalno, odnosno nezavisno od drugih, da podižu cene i smanjuju ponudu. U posmatranom primeru, ova ograničenja idu od većih ka manjim maloprodajnim formatima, ali ne i obratno od manjih ka većim, od prodavnica ka supermarketima. To, međutim, ne mora uvek da bude slučaj i mnogo je veća verovatnoća da će se desiti samo ako udeo velikih kupovina prevladjuje u odnosu na male kupovine. Zbog toga je uvek potrebno pažljivo ispitati lokalne prilike na relevantnom tržištu pre nego što se donese odgovarajuća odluka.

RELEVANTNO TRŽIŠTE U SLUČAJU 2XC

Predjimo sada na praktičnu primenu opšteg koncepta relevantnog tržišta na primeru konkretnog slučaja 2xC. Komisija za zaštitu konkurencije nije odobrila spajanje dva trgovačka preduzeća - *Primer C* (deo Delta grupe) i *C marketa* - jer je smatrala da na relevantnom tržištu u Beogradu imaju dominantan položaj koji bitno ograničava konkurenciju.

Slika 3

Navike potrošača



¹⁶ Competition Comition, *The Supply of Groceries in the UK market investigation*, Provisional findings report, 31 October 2007, www.competition-commission.org.uk.

¹⁷ Preostalih 14% kupovina je na duži rok od nedelje dana.

¹⁸ Competition Comition, *The Supply of Groceries in the UK market investigation*, Provisional findings report, October 31, 2007, str.118, 256.

Kao što smo već naveli, svrha određivanja relevantnog tržišta je u tome da se definiše okvir u kome će se ispitati delovanje tržišnih snaga. Iz dosadašnjeg izlaganja jasno je da promena okvira analize konkurencije donosi sa sobom i promenu zaključka o narušavanju ili nenarušavanju tržišne konkurencije. Izkoristićemo prethodnu analizu o navikama britanskih potrošača da to bliže objasnimo.

Na slici 3 uporedili smo navike potrošača u Velikoj Britaniji u 2000.g. i navike potrošača u Beogradu 2007.g. Britanski potrošači su u to vreme preferirali velike nedeljne kupovine u većim samoposlugama i supermarketima. Zbog toga postoji perfektno podudaranje između tipa kupovina i tipa prodajnih formata. Na slici 3 to je prikazano isprekidanom plavom (svetlijom) strelicom koja povezuje supermarketete i nedeljne kupovine.

Navike potrošača u Beogradu predstavljaju modri stubići koji pokazuju da su dve trećine svih kupovina male dnevne kupovine i da se one podjednako obavljaju u samoposlugama svih veličina, na jednoj strani i radnjama, specijalizovanim prodavnicama i pijacama, na drugoj strani. Modra (tamnija) isprekidana strelica označava odsustvo podudaranje tipa kupovina i vrste prodajnih formata. Zbog ove činjenice zaključivanje o relevantnom tržištu više nije intuitivno jednostavno i potrebno je pribaviti dodatne informacije. Drugim rečima potrebno je dezagregirati čitavo tržište i onda ukrstiti tipove kupovina sa vrstama prodajnih objekata. Rezultate te analize smo prikazali na tabeli 1.

Tabela 1: Dezagregacija beogradskog tržišta maloprodaje

Prodajni formati	Kupovine			Tip tržišta
	Male	Velike	Ukupno	
Samoposluge	27%	22%	49%	Moderno
Radnje	21%	3%	24%	Tradicionalno
Ostali	17%	10%	27%	
Ukupno	65%	35%	100%	

Pre nego što objasnimo šta smo dobili kao rezultat analize, korisno je na ovom mestu dati informaciju o teorijskoj podeli maloprodajnog tržišta na moderan i tradicionalni deo. Tržište radnji, specijalizovanih prodavnica (pekara, mesara, kioska, prodavnica pića, drogerija) i zelene pijace pruža tradicionalni oblik usluga na tržištu roba svakodnevnih potrošnje, mahom hrane. Zato taj deo nazivamo tradicionalnom maloprodajom, za razliku od

samoposluga, posebno velikih samoposluga i supermarketeta, koje nazivamo modernom maloprodajom. Razvoj maloprodaje u Evropi pokazuje jasan trend opadanja njenog tradicionalnog dela i brzog rasta modernog dela¹⁹. Ovaj proces teče i kod nas u poslednjih pet-šest godina, ali mi još uvek u ovom domenu zaostajemo za Evropom oko dvadeset godina. To je, takodje, dodatan razlog zašto ne možemo jednostavno da prekopiramo njihovu praksu zaštite konkurencije, kada već prepisujemo njihovu pravnu regulativu. Iste pravne norme odnose se na dve različite životne situacije.

Dakle, poštujući specifičnosti našeg tržišta, prvo razdvajamo maloprodaju na njen moderan i tradicionalni deo. U moderan deo uključujemo samoposluge svih veličina kao nespecijalizovane moderne prodajne objekte. Zatim, u okviru tradicionalnog dela odvajamo radnje koje se bave nespecijalizovanim prodajom roba od prodavnica koje su specijalizovane za prodaju pojedinih vrsta navedenih roba, što uključuje i trafike, kioske i zelene pijace. Kada smo dovoljno razdvojili vrste prodajnih objekata jedne od drugih pogledajmo šta se dešava sa nedeljnim i dnevnim kupovinama. Odmah vidimo da postoji veliko preklapanje između radnji i samoposluga u pogledu svakodnevnih kupovina, iako je način usluživanja potrošača u njima značajno drugačiji. U samoposlugama se obavi 27% svih kupovina u formi dnevnih kupovina, dok u radnjama taj procenat iznosi 21%. Potrošači više posećuju samoposluge za svakodnevne kupovine nego radnje, a ukupan broj dnevnih kupovina je dva puta veći od nedeljnih kupovina! Istovremeno, u okviru samoposluga više se obavljaju dnevne kupovine nego velike nedeljne kupovine (22%). Očigledno je da su preferencije potrošača takve da podržavaju dnevne kupovine i da u tom pogledu ne prave razlike između načina usluživanja, odnosno radnji i samoposluga.

Prema istraživanju tržišta Beograda, osnovni faktor koji odlučuje o izboru prodajnog objekta od strane potrošača jeste njegova blizina. To je delom razumljivo jer samo svaki drugi potrošač poseduje kola, ali se mnogo bolje objašnjava našom nasledjenom tradicijom u potrošnji. U našim porodicama bar jedan član svaki dan ide u

¹⁹ The Nielsen Company, *Razvoj trgovine i navika kupaca u Srbiji*, Shopper Trends, Maj, 2007, str.9.

male nabavke i to, po pravilu, peške. U veće nabavke se ide kolima, ali mahom tokom cele nedelje. Ne postoji toliko velika razlika u nabavkama između subote, koja je glavni dan za kupovinu i drugih radnih dana²⁰.

Dakle, navike potrošača u Beogradu ukazuju da postoji velika zamenljivost tipova prodajnih formata – samoposluge i prodavnice – najpre kod svakodnevnih kupovina, a onda nešto manje kod veći nedeljnih kupovina. Pošto je bliskost prodajnog objekta osnovni faktor koji određuje područje na kome potrošači vrše izbor između različitih prodajnih objekata, to je ovde smer konkurencije obostran. On ide od samoposluga ka radnjama, ali i obratno od radnji ka samoposlugama. U tome je specifičnost beogradskog tržišta maloprodaje²¹.

Ovu tvrdnju smo proverili na jednom ekonometrijskom modelu, čiji su rezultati prikazani na tabeli 2²². Povezali smo serije panel podataka o broju poseta različitim tipovima prodajnih objekata sa podacima o posedovanju kola. Panel podaci obuhvataju ceo uzorak od 1,000 ispitanika u anketi o potrošnji u domaćinstvima koju je obavio „Strategic Marketing Research“ u decembru 2007.g²³. Slični rezultati se dobijaju ako se upotrebe podaci o visini kupovina ili ako se ocene druge specifikacije modela²⁴.

Zavisne varijable su broj poseta samoposlugama prilikom obavljanja velikih i malih kupovina u toku nedelje dana, dok su nezavisne veličine broj poseta radnjama (varijabla „radnje_?“) i broj poseta drugim specijalizovanim prodavnicama, (varijabla „ostali_?“), takodje, prilikom obavljanja velikih i malih kupovina. Znak pitanja je sistemaska poruka u ekonometrijskom paketu koja uključuje obe serije podataka o dnevnim i nedeljnim posetama. Pošto

20 Navike potrošača u Beogradu, Strategic Marketing Research, Beograd, decembar Beograd, 2007.

21 Komisija za zaštitu konkurencije smatra da nema nikakve specifičnosti našeg tržišta maloprodaje u odnosu na evropska tržišta. Citiramo: „... tržište maloprodaje pretežno hranom u Srbiji nema osobenosti koje bi opravdavale različito definisanje relevantnog tržišta proizvoda od načina na koji to čine evropski organi za zaštitu konkurencije“ (str.12).

22 Specifikacija modela ima sledeći oblik:

$$SAM_VEL_POS = C(5) + C(1) + C(2)*RAD_VEL_POS + C(3)*OST_VEL_POS + C(4)*AUTO$$

$$SAM_MAL_POS = C(6) + C(1) + C(2)*RAD_MAL_POS + C(3)*OST_MAL_POS + C(4)*AUTO$$

23 Nedeljni obim prodaje u Beogradu, Strategic Marketing Research, decembar, 2007.

24 Ako se model oceni u obliku:

$$SAM_VEL_POS = C(1) + C(2)*RAD_VEL_POS + C(3)*OST_VEL_POS + C(4)*AUTO$$

$$SAM_MAL_POS = C(1) + C(2)*RAD_MAL_POS + C(3)*OST_MAL_POS + C(5)*AUTO$$

ocena efekta posedovanja automobila na nedeljne posete samoposlugama postaje signifikantna, ali negativna?! Na drugoj strani, ocena efekta posedovanja automobila na dnevne kupovine je i dalje nesignifikantna.

smo koristili logaritamske veličine, ocene koeficijenta pokazuju elastičnosti, s tim da su one dobijene uz postavljenju ograničenje modela da povezane regresione prave imaju isti nagib, a različite odsečke. Time ekonometrijski model naglašava da dnevne i nedeljne serije poseta sadrže informacije sa istog skupa pojava, ali pruža određenu dozu fleksibilnosti unutar njega. Koeficijent elastičnosti je negativan kod poseta radnji (-0.291), a pozitivan kod poseta drugim specijalizovanim prodavnicama (0.114). Ocene oba koeficijenta su statistički pouzdane na nivou greške od 1%.

Predznaci ocena elastičnosti su analitički indikativni. Ocene elastičnosti nam govore da između poseta radnjama i poseta samoposlugama postoji negativna elastičnost supstitucije ili ekonomski rečeno tržišna konkurencija prodajnih objekata. To je očigledna ekonometrijska potvrda da se radi o istom tržištu na kome postoji zamenljivost između radnji i samoposluga prema preferencijama potrošača. Ova vrsta zamenljivosti ekonometrijski je pouzdana bez obzira na promenu specifikacije ekonometrijskog modela.

Takva veza ne može potpuno pouzdano da se identifikuje kod odnosa samoposluga i specijalizovanih prodavnica. Navedeni model sugerise da specijalizovane prodavnice služe za „sekundarne“ ili „dodatne“ nabavke i da u tom smislu ne obrazuju zajedničko tržište sa samoposlugama. Medjutim, druge specifikacije modela ne ukazuju na ovakav zaključak, jer postoji značajna zamenljivost kod velikih kupovina između samoposluga i specijalizovanih prodavnica (na šta ukazuju i podaci iz tabele 1). Imajući u vidu rezultate različitih ekonometrijskih testova, status specijalizovanih prodavnica ostaje neodređen sa stanoviše raspoloživih podataka.

Posedovanje kola ne utiče na posete samoposlugama, što ne bi moglo da se zamisli u slučaju britanskih potrošača. Ocena tog regresora (0.149) nije pouzdana čak ni na nivou greške od 10%. Za razliku od britanskih potrošača koji idu kolima u nabavke roba za svakodnevnu potrošnju, beogradski potrošači potpuno se nepredvidljivo odlučuju kada će da koriste kola i često idu peške u najbliži prodajni objekat, bez obzira na njegovu vrstu.

Tabela 2: Uticaj poseta potrošača radnjama i specijalizovanim prodavnicama na posete samoposlugama

Varijable	Koeficijenti	Standardna greška	t-statistika
Zajednički odsečak	5.884	0.315	18.693
Radnje_?	(0.291)	0.036	(8.178)
Ostali_?	0.114	0.037	3.061
Ima kola	0.149	0.252	0.591*
Poseban odsečak: Velike kupovine	(4.259)		
Poseban odsečak: Male kupovine	0.052		
R2	0.109		
DW statistika	1.368		
F-statistika	39.670		

* Nije signifikantno

Izvor: Obračun autora, Strategic Marketing Research: Potrošnja domaćinstava u Beogradu, decembar, 2007

Ocene navedenog ekonometrijskog modela potvrđuju utisak koji se dobija i kada se jednostavno analiziraju koeficijenti korelacije između velikih i malih kupovina i poseta samoposlugama i drugim tipovima prodajnih objekata. Ova analiza je, inače, bila prvi istorijski oblik primene ekonomske teorije u pravosudnim procesima zaštite konkurencije.

U slučaju 2xC Komisija za zaštitu konkurencije kao relevantno tržište određuje „tržište ponude prehrambene robe i robe široke potrošnje namenjene svakodnevnom ili povremenom snabdevanju domaćinstava u maloprodajnim objektima tipa *samoposluge, diskonta, super-marketa i hiper-marketa* [naše naglašavanje teksta]²⁵. Po našem uverenju specifičnost beogradskog tržišta maloprodaje jeste u tome što nije moguće razdvojiti velike i male kupovine, niti samoposluge od radnji kod dnevnih kupovina. Zato se potpuno slažemo sa stavom Komisije za zaštitu konkurencije da moraju zajedno da se posmatraju svakodnevne i povremene (male i velike) kupovine, ali mislimo da je napravljena greška što nisu uključene radnje u definiciju relevantnog tržišta²⁶. Tim pre, što je to bilo učinjeno u sličnom slučaju spajanja *Merkator/Rodić M&B*²⁷ koji je bio rešavan u isto vreme kao i 2xC predmet.

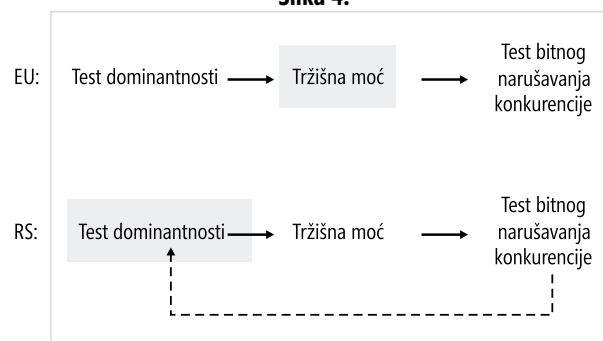
TRŽIŠNO UČEŠĆE

Tržišno učešće nekog privrednog subjekta je indikator njegove tržišne moći. Postoji oboriva pravna pretpostavka da kada ovo učešće predje određenu visinu, tržišni uče-

snik stiče dominantan položaj na tržištu. U EU ta granica iznosi 50%, dok po našem zakonodavstvu ona iznosi 40%. Postojanje dominantnog položaja samo po sebi ne diskvalifikuje tržišne učesnike u procesu koncentracije jer je, tek, primenom drugih kriterija konkurentnosti potrebno dokazati da takva tržišna moć *bitno narušava* konkurenciju na relevantnom tržištu. Međutim, između našeg i evropskog zakonodavstva postoji jedna razlika koja praktičnu primenu testova dominantnosti i bitnog narušavanja konkurencije usmerava u različitim pravcima.

Test dominantnosti u evropskoj praksi je kvantitativni test koji mora da zadovolji precizne kvantitativne standarde. Ako on pokaže da postoji nečiji dominantan položaj, to postaje oboriva pretpostavka tržišne moći koja može da se osporava u analizi uticaja drugih faktora u okviru primene testa bitnog smanjenja konkurentnosti. Mesto ispitivanja oborivosti pretpostavke o tržišnoj moći je prikazano osenčenim pravougaonikom na slici 4.

Slika 4.



Kod nas test dominantnosti nije čist kvantitativni test. Ispunjavanje kvantitativnog standarda od 40% tržišnog učešća je oboriva pretpostavka da neko ima dominantan položaj (donji osenčeni pravougaonik na slici 4.). Uz pomoć većine faktora pozajmljenih iz testa bitnog smanjivanja konkurencije navedena pretpostavka se proverava i na kraju se zaključuje da li neko ima dominantan položaj. U našem pravu tržišno učešće od 40% predstavlja procesnu oborivu pretpostavku. Ako neko ima više od 40% tržišnog učešća, tada on mora da dokaže da time bitno ne narušava konkurenciju. Ako, alternativno, neko ima manje od 40% tržišnog učešća, tada teret dokazivanja pada na Komisiju za zaštitu konkurencije.

Praktična posledica je sledeća – kada se jednom dokaže nečiji dominantan položaj – implicitno je već

25 Rešenjem broj 6/0-02-138/07-15 od 26.11.2007. godine, str.10 stav.3.

26 Ostaje dilema za specijalizovane prodavnice.

27 Rešenje broj 104/06 od 26.9.2006.g.

poznat rezultat testa bitnog smanjivanja konkurencije, iako on još uvek nije formalno primenjen. U tom smislu kod nas se mahom vodi rasprava da li neko ima dominantan položaj ili nema, a ne da li takav jedan položaj bitno smanjuje konkurenciju ili ne. Zbog toga je određivanje relevantnog tržišta *alfa i omega* čitavog postupka primene ZoZK. A ako je to već tako, onda nikako ne sme da se menja praksa određivanja relevantnog tržišta u sličnim situacijama. Da budemo krajnje precizni – slučajevi koncentracije *Merkator/Rodić* i *2xC* moraju na isti način da budu rešeni – kako god da ih reši Komisija za zaštitu konkurencije i kako god da zauzme stanovište o relevantnom tržištu u maloprodaji.

Mi smo pokazali na drugom mestu [Labus,2007] da je Komisija za zaštitu konkurencije pravilno postupila u slučaju *Merkator/Rodić*, a da nije tako postupila u slučaju *2xC*. Razlika u rešenjima je nastala zbog razlika u određivanju relevantnog tržišta. Definišući relevantno tržište u širem smislu (samoposluge plus radnje) u slučaju *Merkator/Rodić* ocenjeno je da njihov glavni konkurent Delta grupa ima 35% učešća na tržištu Beograda. Redefinišući relevantno tržište u slučaju *2xC* (samo samoposluge bez radnji) ocenjeno je da učešće Delta grupe na istom tržištu maloprodaje u Beogradu, i u isto vreme, prelazi daleko preko 40% odnosno „iznosi blizu 70%”²⁸. Nezavisno od toga što je ovaj obračun sporan i pod usvojenim pretpostavkama, ostaje činjenica da svako sužavanje relevantnog tržišta mora automatski da podiže tržišne udele svih učesnika koncentracije. Zato je potrebno posebnu pažnju posvetiti definisanju relevantnog tržišta jer ovaj primer pokazuje kako dramatično različite posledice mogu da se pojave u pogledu donošenja konačne odluke. Naime, spajanje *Merkatora i Rodića* je dozvoljeno, dok je zabranjeno spajanje *Primer C i C marketa*.

ZAKLJUČAK

Navedeni praktični slučajevi koncentracije bili su povod da razmatramo šire načelne implikacije primene zakonodavstva o zaštiti konkurencije. Uočene konkretne razlike u spornim rešenjima predstavljaju važan tehnički,

ali ne i načelan problem, i verujemo da se one mogu otkloniti u daljoj analizi²⁹.

Načelnije posmatrano, tržište maloprodaje je teško za definisanje i videli smo da druge zemlje, koje su mnogo više odmakle u ovom domenu od nas, periodično menjaju svoju praksu. Tržište maloprodaje je veoma dinamično, a preferencije potrošača promenljive. To je sve potrebno obuhvatiti, a da se pritom ne naruše osnove razvoja trgovine i njene efikasnosti.

Evidentno je, međutim, da postoje određene slabosti našeg zakonodavnog okvira. Neke praktične mere su predviđene budućim promenama ZoZK, ali one nisu dovoljne. Menja se kazneni sistem i uvodi se mogućnost primene *ex post* korektivnih mera. Napominjemo, da je i do sada postojala mogućnost primene korektivnih mera, ali samo *ex ante*. Dobro je da postoje i jedne i druge korektivne mere, ali je isto tako važno pitanje ekonomske filozofije ponašanja regulatornih tela. Da li su ona kazneni organi ili je prevashodno njihova funkcija da usmeravaju razvoj tržišta i konkurenciju na njemu? Naravno, kaznene mere su uvek neophodne kao pretnja radi poštovanja zakona, ali današnja uloga regulatornih tela bi trebalo da bude usmerena na drugu stranu.

U tom smislu jako je važno dopuniti postupak donošenja odluke o koncentraciji i prilagoditi ga uobičajenoj praksi Evropske unije. U slučaju sumnje mora da postoje dve faze postupka u kojima se donosi preliminarno i konačno rešenje [Jones, str.904]³⁰. Na kraju prve faze regulatorno telo donosi zaključak kojim izražava svoj preliminarni stav o predmetu koncentracije. Time daje mogućnost zainteresovanim učesnicima da modifikuju svoju ponudu o spajanju, ali i svojim službama nalaže produbljenu analizu tržišta ukoliko postoje dileme o dominantnom položaju i njegovom uticaju na bitno smanjivanje konkurencije. U drugoj fazi, na osnovu reakcije zainteresovanih tržišnih subjekata i rezultata produbljene analize tržišta, donosi se konačna odluka o koncentraciji. Tada Komisija za zaštitu konkuren-

28 Citiramo: "Svi navedeni pokazatelji govore da je tržišni udeo učesnika u koncentraciji [Delta grupe, naša primedba] u 2006. godini bio daleko iznad 40%...odnosno da taj udeo iznosi blizu 70%" (str.19).

29 U radu [Labus,2007] učešće Delta grupe na tržištu maloprodaje u Beogradu se ocenju između 32% i 34% prema podacima Republičkog zavoda za statistiku ili između 29% i 39% prema anketi Strategic Marketing Research. Nakon testa dominacije analizirana je primena testa bitnog smanjivanja konkurencije, što je na kraju dovelo autore do drugačijeg zaključka u predmetnom slučaju u odnosu na odluku Komisije za zaštitu konkurencije.

30 Videti i Clifford Chance, *Practical Guide to EC Merger Control*, 2005, str.8.

cije ima sve potrebne podatke i analize pred sobom za zauzimanje konačnog stava, a učesnici u postupku koncentracije su izkoristili priliku da zaštite svoja prava. Ako Komisija za zaštitu konkurencije nema sve potrebne podatke i analize, a učesnici koncentracije nisu mogli da zaštite svoja prava, onda nužno slede upravni sporovi i mnoge dileme u javnosti. Da bi se smanjio taj rizik, najmanje što može da se uradi, jeste da se usvoji nova procedura i da stručna javnost više bude uključena u ozbiljnu raspravu o primeni pravila o zaštiti konkurencije.

Naime, između pravne procedure i zakona postoji još jedan važan medjučlan. To je metodologija o određivanju relevantnog tržišta. Britanska Komisija za konkurenciju upravo menja svoju metodologiju o određivanju relevantnog tržišta u maloprodaji i zbog toga je objavila privremeni izveštaj krajem oktobra prošle godine. Sledi javna rasprava o njemu, što uključuje i ozbiljnu stručnu analizu. Nakon šest meseci biće usvojena metodologija i svi privredni subjekti u ovoj oblasti znače kakvu primenu prava valja da očekuju u narednom periodu za sledećih pet godina, najmanje. Primena ZoZK kod nas još uvek nije toliko odmakla da bismo i mi imali razradjene metodologije. Umesto toga, mi se oslanjamo na uredbu Vlade RS. U slučaju horizontalne koncentracije u maloprodaji ove uredbu su se pokazale suviše uopštene i praktično neupotrebljive³¹. Valja stimulisati našu Komisiju za zaštitu konkurencije

31 Uredba o kriterijumima za utvrđivanje relevantnog tržišta Vlade RS koja se primenjuje na sve slučajeve relevantnog tržišta ima 7 članova, a metodologija britanske Komisije za konkurenciju koja se odnosi samo na relevantno tržište u maloprodaji ima 267 stranica!



Miroljub Labus

je redovni profesor političke ekonomije na Pravnom fakultetu u Beogradu i bivši potpredsednik Savezne vlade i Vlade Republike Srbije. U svom akademskom radu, Miroljub Labus se bavio pitanjima iz oblasti makroekonomije, međunarodne trgovine, tranzicije i korporativnog upravljanja. Pisac je udžbenika „Osnovi ekonomije“ i više drugih knjiga i monografija. Članke je objavljivao u domaćim i stranim časopisima. Pre nego što je doktorirao iz društveno-ekonomskih nauka radio je u advokatskoj kancelariji; zatim je radio na matricama društvenih računa i modelima opšte privredne ravnoteže u Saveznom zavodu za statistiku; bio urednik časopisa „Ekonomski trend“ i „Konjunkturni barometar“. Miroljub Labus ima veliko iskustvo u međunarodnim ekonomskim pregovorima i diplomatiji. Značajno je doprineo da se obnovi članstvo zemlje u međunarodnom finansijskim institucijama, da se reši problem spoljnog duga zemlje i da se pregovara sa EU o stabilizaciji i pridruživanju.

rencije da sledi dobru evropsku praksu, na primer britanske Komisije za konkurenciju, i da počne da radi na razvijanju odgovarajućih metodologija. Verujemo da će srpska akademska javnost to da pozdravi i da pruži svoj doprinos ne bi li sutra imali manje kontraverznih odluka.

LITERATURA

1. *American Bar Association, Section of Antitrust Law: Econometrics: Legal, Practical, and Technical Issues*, ABA, 2005.
2. *Arnall Anthony, A. Dashwood, M. Roos & D. Wyatt: European Union Law*, London, Sweet & Maxwell, 2000.
3. *Bain J.S.: Barriers to New Competition*, Harvard University Press, 1956, Harvard, Mass.
4. *Bishop Simon & M. Walker: The Economics of EC Competition Law: Concepts, Application and Measurement*, London, Sweet & Maxwell, 2002.
5. *Clifford Chance, Practical Guide to EC Merger Control*, 2005.
6. *Competition Comition, The Supply of Groceries in the UK market investigation, Provisional findings report, October 31, 2007.*
7. *Holmes Marjorie & L. Davey: A Practical Guide to National Competition Rules Across Europe*, Kluwer Law International, The Hague, 2004.
8. *Jones Alison & B. Sufirin: EC Competition Law, Text, Cases, and Materials*, Oxford, Oxford University Press, 2004.
9. *Korah Valentine: An Introductory Guide to EC Competition Law and Pracice*, Oxford, 2004, HART Publishing.
10. *Labus, M i T, Cullen: Koncentracija Primer C/C Market, Belox Advisory Services, Beograd, 2007.*
11. *Navarro Varona Edurne, A.F. Galarza, J.F. Crespo & J.B. Alonso: Merger Control in the European Union, Law, Economics and Practice*, Oxford, Oxford University Press, 2005.
12. *Nielsen Company, Razvoj trgovine i navika kupaca u Srbiji, Shopper Trends, Maj, 2007.*
13. *Posner R.A.: Antitrust Law, University of Chicago Press, Chicago, 2001, 2nd. Edn.*
14. *Weatherill Stephen & P. Beaumont: EU Law, Penguin Books, London, 1999.*

MERENJE KONCENTRACIJE TRŽIŠTA: PRIMER SEKTORA PREHRAMBENE MALOPRODAJE BEOGRADA

Apstrakt

Rad se bavi problematikom merenja koncentracije tržišta i zaštite konkurencije u ambijentu srpske privrede. Osnovni cilj rada je da se pomoću opšteprihvaćenih pokazatelja koncentracije tržišta izmeri stepen koncentracije tržišta prehrambene maloprodaje Beograda. Dopunski ciljevi se odnose na analizu regulatornog okvira u oblasti zaštite konkurencije u Srbiji, analizu prakse domaće Komisije za zaštitu konkurencije i drugih uporedivih komisija u Evropi, kao i analiza bitnih trendova u sektoru prehrambene maloprodaje u Beogradu. Prilikom merenja koncentracije tržišta uočena su dva ključna problema. Prvo, nedostatak preciznih kriterijuma za definisanje tzv. „relevantnog tržišta“. Ovaj problem je delimično rešen jakim kvalitativnom argumentacijom u prilog izabrane definicije relevantnog tržišta. Precizno definisanje relevantnog tržišta zahteva primenu testa pretpostavljenog monopolskog povećanja cena. Drugo, limitiranost statističkih podataka u vezi prihoda/prometa učesnika na tržištu. Ovaj problem je rešen logičkom aproksimacijom nedostajućih podataka vodeći računa o opštem statističkom vrednosnom okviru. U radu su detaljno prikazani rezultati merenja koncentracije i interpretacija dobijenih rezultata.

Ključne reči: koncentracija tržišta, pokazatelji koncentracije, relevantno tržište, zaštita konkurencije, zakonski okvir, prehrambena maloprodaja.

Abstract

The paper deals with the measurement of market concentration and competition protection within Serbian economy. The basic goal of the paper is to measure market concentration of the food retail market in Belgrade by using widely accepted indicators of market concentration. Supporting goals of the paper are the analysis of regulatory framework in the field of competition policy in Serbia, the analysis of the practice of domestic Competition Commission as well as other comparable commissions in Europe, and the analysis of crucial trends within food retail market in Belgrade. While measuring market concentration two problems have appeared. The first problem is the lack of precise criteria for defining relevant product market. This problem was partly solved by using strong qualitative arguments in favour of the chosen relevant market. Precise definition of the relevant market requires completion of the so-called "hypothetical monopolist test". The second problem is linked to limitations of statistical data. This problem was solved by logical approximation of the missing data by taking care of public statistics' value framework. Market concentration results and its interpretation are exhibited in detail in the paper.

Key words: market concentration, concentration indicators, competition protection, legislation, commission, food retail business.

UVODNE NAPOMENE

Pitanje zaštite konkurencije se prvi put otvara u SAD još krajem XIX veka kada je donet prvi zakon (*Sherman Act*) kojim se uređuje ova oblast. Početkom XX veka u SAD je donesen nov zakon (*Clayton Act*), kojim se preciznije uređuje kontrolu koncentracija na tržištu [1, str. 5]. Ne treba da čudi da je zemlja koja predstavlja izvorište tržišnog kapitalizma prva uredila pitanje zaštite konkurencije, s obzirom da je osnovna ideja navedenog ekonomskog koncepta da delovanje «nevidljive ruke», koje se ostvaruje kroz prisutnost i aktivnost dovoljnog broja učesnika na tržištu, dovodi do optimalne alokacije resursa, zaštite interesa potrošača i ostvarenja blagostanja društva u celini.

Posle SAD, značaj uređenja pitanja zaštite konkurencije počinju da shvataju i države Evrope. Osamdesetih godina prošlog veka, na bazi Rimskog ugovora o osnivanju EU, EU prihvata Amsterdamski sporazum, koji predstavlja osnovni dokument u oblasti zaštite konkurencije. Slično kao u slučaju SAD, pitanju kontrole koncentracije se sa malim zakašnjenjem posvećuje poseban podzakonski akt, Uredba o kontroli koncentracija između preduzetnika. Države osnivači EU po automatizmu prihvataju navedeni zakonski okvir, kao i autoritet posebne komisije za zaštitu konkurencije (Evropska komisija) koja bi se bavila ovim pitanjem u saradnji sa regulatornim organima pojedinačnih zemalja.

Odnos tržišne koncentracije i konkurencije postaje aktuelan krajem devedesetih godina prošlog veka kada dolazi do naglog uvećanja tržišne moći velikih igrača na bazi eksternog rasta kroz spajanja i pripajanja. Razlozi pojačane koncentracije tržišne moći u ovom periodu leže u nagloj liberalizaciji tržišta roba i tržišta kapitala, otvaranju ranije autarhičnih ekonomija kao posledice kolapsa komunizma, migracije humanog kapitala i podrške državnih vlada preduzećima sa statusom «nacionalnih šampiona».

Sredinom devedesetih godina, u kontekstu procesa stabilizacije i pridruživanja EU, države kandidati za članstvo jedna za drugom formiraju sopstveni regulatorni okvir i regulatorno telo, u skladu sa opštim principima koje je u ovom segmentu definisala Evropska komisija. Hrvatska je ovaj proces završila još davne 1995. godine, Bugarska 1998. godine, a Srbija tek 2006. godine kada je Komisija za zaštitu konkurencije (u daljem tekstu: Komisija) počela sa radom.

Osnovni cilj ovog rada je da pruži metodološki okvir za merenje koncentracije tržišta. Kao studija slučaja odabrana je grana prehrambene maloprodaje u Beogradu, zbog toga što se pitanje zaštite konkurentnosti u Srbiji prvi put afirmisalo u ovoj «osetljivoj» grani.

Da bi se primenila metodologija za merenje stepena koncentracije tržišta, neophodno je prethodno upoznati teorijske pojmove kao što su tržišna struktura ili relevantno tržište, zatim neophodno je poznavati regulatorni okvir i praksu Komisije za zaštitu konkurencije i, konačno, neophodno je da se detaljno sagledaju bitni trendovi na tržištu čija se koncentracija meri.

Rad je podeljen na šest ključnih delova. Deo 1 se bavi definisanjem pojmova koncentracije tržišta, analizom tržišnih struktura, definisanjem relevantnog tržišta i prikazom najznačajnijih pokazatelja koncentracije tržišta. Deo 2 se bavi regulatornim okvirom u oblasti zaštite konkurencije u Srbiji, preciznije Zakonom o zaštiti konkurencije i relevantnim uredbama Vlade. Deo 3 poredi regulatorne prakse antimonopolskih komisija u svetu sa praksom naše Komisije kako bi se izveli relevantni zaključci u oblasti merenja koncentracije tržišta prehrambene maloprodaje. Deo 4 je posvećen analizi bitnih trendova u sektoru prehrambene maloprodaje Beograda. Deo 5 se bavi definisanjem relevantnog tržišta proizvoda prehrambene maloprodaje Beograda, problemom prikupljanja potreb-

nih podataka, i prikazom i interpretacijom bitnih rezultata merenja koncentracije tržišta. Na kraju rada se izvode bitni zaključci analize.

1. KONCENTRACIJA I KONKURENCIJA

Koncentracija tržišta predstavlja funkciju broja preduzeća koja konkurišu na tržištu i njihovih pojedinačnih tržišnih učešća [5, str. 191-192]. Princip je jednostavan: što je manji broj preduzeća na tržištu sa većim pojedinačnim tržišnim učešćem to je veća koncentracija tržišta, i obrnuto. Stepem koncentracije, zajedno sa barijerama ulaska/izlaska, nivoom diferenciranosti i dostupnošću informacija predstavlja determinantu tržišne strukture (Ilustracija 1).

Kao što prethodna ilustracija pokazuje, *moгуće tržišne strukture* su:

1. perfektna konkurencija
2. oligopol
3. duopol
4. monopol

1. Perfektna konkurencija. Perfektna konkurencija je tržišna struktura sa velikim brojem konkurenata koji proizvode homogen proizvod sa približno jednakim tržišnim učešćem tako da ni jedan od konkurenata nema bitan uticaj na formiranje cena. Barijere ulaska i izlaska, praktično, ne postoje. Drugim rečima, cena se formira na nivou minimalnih dugoročnih prosečnih troškova koji su u ovom slučaju jednaki marginalnim troškovima.

2. Oligopol. Oligopol je tržišna struktura koju karakteriše manji broj konkurenata sa značajnim tržišnim učešćem. U ovoj tržišnoj strukturi barijere ulaska i izlaska su značajne. Potencijal za diferenciranje proizvoda je visok dok informacije nisu perfektno dostupne svim zainteresovanim stranama.

Ilustracija 1. Moгуće tržišne strukture

	Perfektna konkurencija	Oligopol	Duopol	Monopol
Broj preduzeća	Puno preduzeća	Nekoliko preduzeća	Dva preduzeća	Jedno preduzeće
Ulazne i izlazne barijere	Nema barijera	Značajne barijere		Visoke barijere
Diferenciranost	Homogeni proizvod	Potencijal za diferencijaciju proizvoda		
Informacije	Perfektna informisanost	Asimetrična informisanost		

3. *Duopol*. Duopol je tržišna struktura sa dva učesnika. U pitanju je tržišna struktura koja je po stepenu diferenciranosti, barijerama ulaska/izlaska i dostupnosti informacija slična oligopolu s tim da je stepen koncentracije veći.

4. *Monopol*. Monopol je tip tržišne strukture koji karakteriše prisustvo samo jednog proizvođača na tržištu i visoke barijere ulaska. Monopolski položaj je pretpostavka za ekstraprofit. Ekstraprofit se formira na osnovu razlike između monopolske cene i minimalnih dugoročnih prosečnih troškova. Ukratko, prelaz sa perfektno konkurencije na monopol dovodi do rasta cena i redukcije u nivou proizvodnje sa negativnim efektima na ukupno društveno blagostanje.

Gore navedene tržišne strukture u praksi se retko sreću u čistom obliku. U realnom svetu najčešće se sreću tržišne strukture koje se nalaze negde između osnovnih varijanti s tim da najveći uticaj na prepoznatljive osobine ima stepen koncentracije.

Pitanje koje se logično nameće je: kako precizno izmeriti stepen koncentracije tržišta? Pre prelaska na razjašnjenje osnovnih pokazatelja koncentracije tržišta neophodno je definisati *relevantno tržište*, kao prostor u okviru kojeg se meri koncentracija. Relevantno tržište je precizno definisan tržišni prostor na kojem se meri koncentracija i prate eventualne povrede konkurentskih pravila. Razlikuju se relevantno tržište proizvoda i relevantno geografsko tržište.

Relevantno tržište proizvoda predstavlja skup roba i/ili usluga koje se ponašaju kao funkcionalni supstituti. Granice relevantnog tržišta proizvoda se obično određuju pomoću testa pretpostavljenog hipotetičkog povećanja cena. Ideja testa je da se meri profitabilnost hipotetičkog monopoliste pri malom ali značajnom povećanju cena [20]. Praktično, polazi se od najužeg tržišta i postavlja se pitanje da li bi rast cena na ovom tržištu doveo do profitabilnog rezultata za to preduzeće ili bi došlo do supstitucije tražnje i/ili supstitucije ponude. Lanac širenja relevantnog tržišta se iterativno nastavlja sve dok se ne uključe sva nesupstitutable preduzeća iz ugla potrošača. Drugim rečima, proces dodavanja novih preduzeća ili objekata se nastavlja sve dok se ne kreira grupa prodavnica u okviru koje hipotetički monopolista može profitabilno iskoristiti

mali ali značajan rast cena. Rezultati testa zavise od definisanja parametara testa [2]. Prvi parametar je «mali, ali značajan rast cena». Pitanje za posebnu analizu je da li to znači rast od 1%, 5% ili 10%? Obično se pretpostavlja da je u pitanju rast cena od 5%. Drugi bitan parametar je vezan za variranje drugih varijabli. Naime, prećutna pretpostavka testa je da samo cena utiče na odluku potrošača o promeni preduzeća ili prodajnog objekta. Postavlja se pitanje zbog čega se zanemaruju ostale varijable, kao što su širina asortimana, kvalitet proizvoda i nivo usluge. Konačno, test je u praksi teško direktno primeniti zbog toga što referentna cena za poređenje (tj. cena u odnosu na koju se procenjuje prelaz na supstitute) mora biti potpuno konkurentna cena. Ukoliko posmatrano preduzeće, hipotetički monopolista, ima dominantan položaj na tržištu to se obično manifestuje na prevladavajuću cenu, koja je podignuta na nivo sa kojeg dodatno povećanje cene ne može da bude profitabilno. U takvim okolnostima je nemoguće odrediti relevantno tržište ovim testom. Tada je neophodno da se relevantno tržište indirektno izvede (bolje reći aproksimira) iz analize pozicije i ponašanja kupaca i dobavljača.

Relevantno geografsko tržište predstavlja teritoriju na kojoj se meri koncentracija tržišta. Ono se obično određuje po kriterijumu administrativnih teritorijalnih celina (država-region-grad-opština) ili po kriterijumu izohronih linija¹.

Koncentracija tržišta se meri uz pomoć različitih pokazatelja, među kojima se u praksi najčešće koriste sledeći:

1. Visina tržišnog učešća
2. Racio koncentracije četiri vodećih preduzeća
3. Herfindal-Hiršman indeks
4. Kriva koncentracije i Gini koeficijent
5. Linda indeks
6. Rozenblat indeks
7. Horvat indeks

1. *Visina tržišnog učešća*. Kada se kaže tržišno učešće obično se prvo pomisli na apsolutno tržišno učešće, koje se dobija kada se prihod konkretnog preduzeća stavi u odnos sa ukupnim prihodom relevantnog tržišta. Ovaj

¹ Izohrone linije su konture na mapi koje spajaju tačke sa vremenom putovanja automobilom od X minuta ili manje.

pokazatelj ukazuje na to koji deo ukupnog tržišta pokriva posmatrano preduzeće.

Pored apsolutnog tržišnog učešća može se računati i relativno tržišno učešće i koeficijent saturacije tržišta. Relativno tržišno učešće predstavlja odnos između prihoda konkretnog preduzeća i prihoda najvećeg konkurenta. Relativno tržišno učešće reflektuje relativnu tržišnu poziciju konkretnog preduzeća u odnosu na tržišnog lidera.

Koeficijent saturacije tržišta je bitan pokazatelj iskorišćenosti potencijala tržišta od strane proizvođača iz jedne grane, odnosno potencijala prodaje od strane konkretnog preduzeća. Sa obzirom na dva nivoa posmatranja (grana i preduzeće), ovaj koeficijent se može računati na dva načina: (1) stvarna prodaja grane / ukupni potencijal tržišta (nivo grane), i (2) stvarna prodaja preduzeća / potencijal prodaje (nivo preduzeća)². U novim granama u kojima tražnja brže raste, koeficijent saturacije tržišta je manji od 1 dok se u starim granama približava 1.

Nije dovoljno samo posmatrati tržišno učešće kao indikator tržišne koncentracije. Neophodno je primeniti čitav set drugih kriterijuma i pokazatelja da bi se dublje ušlo u prirodu koncentrisanosti tržišta.

2. *Racio koncentracije četiri vodeća preduzeća.* Racio koncentracije četiri vodeća preduzeća (*concentration ratio 4* – skraćeno CR4) se dobija kao suma procentualno izraženih tržišnih učešća četiri najveće firme na tržištu. Nepisano pravilo kaže da ako četiri najveće firme kontrolišu više od 40% tržišta, u pitanju je oligopol. Ukoliko je vrednost ovog pokazatelja veća od 90% u pitanju je čist monopol. Ovaj pokazatelj koncentracije ima dve mane. Prvo, ne postoji adekvatno opravdanje za fokusiranje na četiri, a ne recimo na tri ili šest vodećih konkurenata. Drugo, CR4 ne daje uvid u odnos tržišnih učešća četiri vodeća preduzeća.

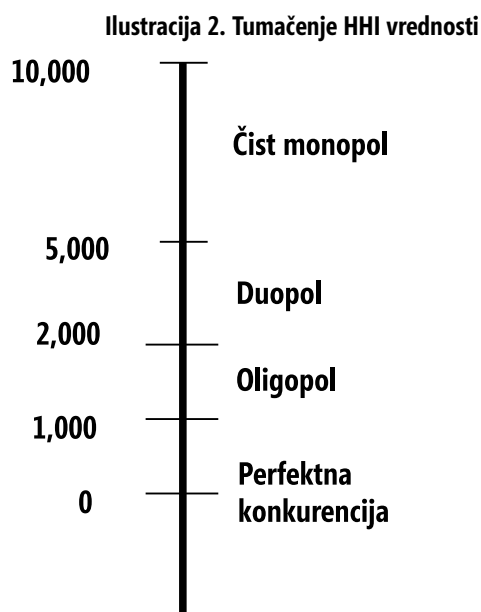
3. *Herfindal-Hiršman indeks (HHI).* HHI se smatra najpouzdanijim pokazateljem koncentracije tržišta. Vrednost ovog indeksa se određuje kao suma kvadrata pojedinačnih vrednosti tržišnih učešća svih konkurenata na tržištu:

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2, \quad (1)$$

² Treba imati u vidu da dva ovako izračunata koeficijenta ne moraju i najčešće nisu jednaka, jer se odnose na dva potpuno različita nivoa posmatranja.

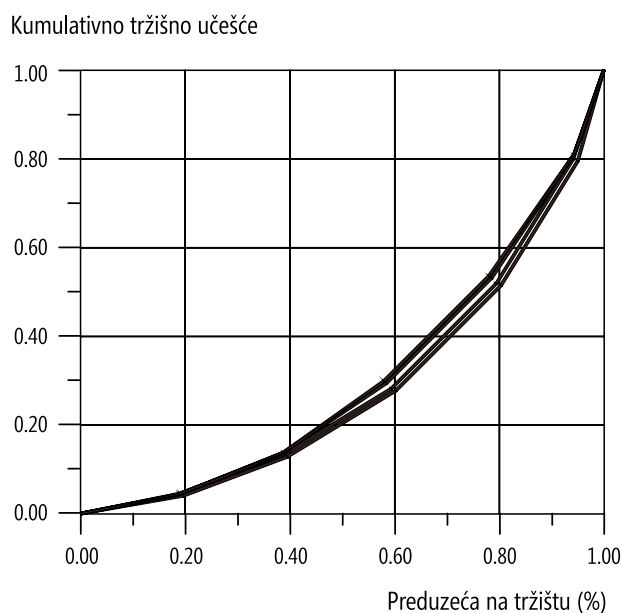
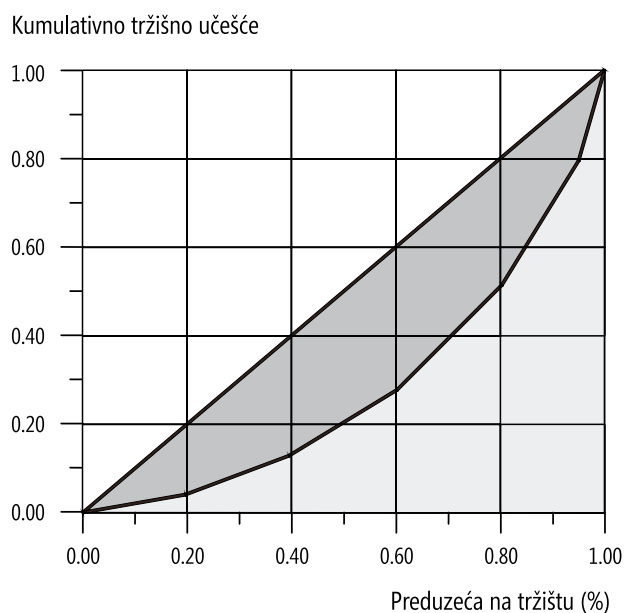
gde je sa s_i oznašeno tržišno učešće i -tog konkurenta, a n je broj konkurenata na tržištu..

Za razliku od CR4, vrednost HHI zavisi od broja konkurenata na tržištu i od razlike u njihovoj relativnoj tržišnoj snazi. Vrednost HHI se smanjuje sa povećanjem broja konkurenata na tržištu. Takođe, vrednost ovog indeksa raste sa povećanjem diferencijacije u veličini tržišne moći, zbog toga što velika preduzeća imaju veći ponder u obračunu usled efekta kvadriranja tržišnih učešća. Maksimalna vrednost ovog indeksa je 10.000 poena, a minimalna blizu nule. Lako je primetiti da se maksimalna vrednost indeksa postiže samo u slučaju čistog monopola, a minimalna u slučaju atomističke tržišne strukture karakteristične za perfektu konkurenciju (Ilustracija 2).



Najveći problem kod određivanja vrednosti HHI jeste neophodnost posedovanja informacije o vrednosti tržišnih učešća za svako preduzeće koje pripada posmatranom tržištu. Iako je ovo formalno tačno, treba se vratiti na formulu za izračunavanje HHI i uočiti da firme sa malom vrednošću tržišnog učešća imaju veoma mali uticaj na rezultat, naravno zbog pomenutog efekta kvadriranja. Drugim rečima, za izračunavanje vrednosti HHI dovoljno je posedovati podatke u vezi tržišnih učešća svih preduzeća čije je tržišno učešće veće od 1%.

Bitno je naglasiti da HHI koristi antimonopolska komisija SAD (*Antitrust Division of US Department of Justice*) za procenu promene strukture tržišne moći nakon



Ilustracija 3. Kriva koncentracije

zaključenja ugovora o spajanjima i pripajanjima [20]. Ukratko, ova komisija poseduje vodič u kome su utvrđene granične vrednosti za ocenu uticaja spajanja i pripajanja na strukturu tržišne moći. Tržišta se obično klasifikuju u jednu od tri kategorije: nekoncentrisana (ako je $HHI < 1000$), umereno koncentrisana (ako je $1000 < HHI < 2000$) i koncentrisana (ako je $HHI > 2000$). U proceni uticaja horizontalnih spajanja na strukturu tržišne moći, razmatraju se dva bitna elementa: koncentracija tržišta posle spajanja i rast koncentracije tržišta pod uticajem spajanja. Ukoliko je nakon spajanja HHI ispod 1000, onda se ni ne posmatra marginalno povećanje indeksa pod uticajem obavljenog spajanja. Ukoliko je HHI nakon spajanja između 1000 i 2000 i ukoliko spajanje produkuje rast HHI veći od 100, onda se naknadno procenjuje uticaj transakcije na tržišnu strukturu. Konačno, ukoliko je HHI nakon spajanja iznad 1800 i ukoliko rast HHI prevazilazi 100 radi se o evidentnom koncentrisanju moći na datom tržištu. Ovaj vodič je koristan za preduzeća koja nameravaju da ostave eksterni rast, jer ih upozorava na eventualno kršenje antimonopol-skih propisa. Slične standarde poseduje Evropska komisija, koja kritičnim smatra onu koncentraciju koja daje HHI veći od 2.000, pri čemu relativna promena HHI treba da bude veća od 250 poena.

HHI nije svemoćan i ne treba konačnu odluku bazirati samo na njemu. Potrebno je proceniti i buduću tržišnu

moć učesnika koncentracije. Na primer, novoformirana firma nastala koncentracijom može brojčano zauzimati veći deo tržišta, ali ukoliko nema pristup novoj tehnologiji koju poseduju ostali konkurenti u grani ne treba smatrati da takvo spajanje ili pripajanje ima preterano veliki uticaj na ugrožavanje konkurencije na datom tržištu.

4. *Kriva koncentracije i Gini koeficijent.* Kriva koncentracije predstavlja popularan alat za vizuelizaciju stepena koncentracije na tržištu i uočavanje nejednakosti u tržišnoj moći. Suština je da se izvrši rangiranje konkurenata na osnovu tržišnog učešća (od najmanjeg do najvećeg), da se kumuliraju tržišna učešća konkurenata i da se grafički spoje dobijene tačke. Dobijena kriva koncentracije se zatim stavlja u odnos sa krivom jednakih tržišnih učešća (»linija 45°«), koja se dobija u hipotetičkom slučaju perfektne konkurencije (Ilustracija 3).

Kriva koncentracije je osnova za izračunavanje Gini koeficijenta kao merila nejednakosti tržišne moći. Prvi korak jeste merenje površine između stvarne krive koncentracije i krive koncentracije sa jednakim tržišnim učešćima. Kada se ova površina stavi u odnos sa celokupnom površinom ispod krive jednakih tržišnih učešća (površina trougla) dobija se vrednost Gini koeficijenta. U slučaju perfektne jednake raspodele tržišne moći, Gini koeficijent bi bio jednak nuli, jer bi se kriva koncentracije

cije poklopila sa krivom jednakih tržišnih učešća. Ako bi postojala potpuna nejednakost u kojoj bi jedan konkurent mogao da bira tržišno učešće koje mu odgovara (ukoliko bi to bilo moguće), kriva koncentracije bi se poklopila sa donjom horizontalnom i desnom vertikalnom osom, tako da bi Gini koeficijent dostigao maksimalno moguću vrednost od 1. Treba imati u vidu da se ova dva ekstrema retko javljaju u praksi, tako da se vrednost Gini koeficijenta gotovo uvek kreće u rasponu između 0 i 1. Grafik sa desne strane pokazuje kako postupak koncentracija između dva ili više tržišnih učesnika pomera krivu koncentracije nadole, ukazujući na povećanje nejednakosti i koncentracije moći na tržištu.

5. *Linda indeks*. Ovaj indeks, slično Gini koeficijentu nije direktan pokazatelj koncentracije tržišne moći u rukama jednog preduzeća, već pokazatelj (ne)ravnomernosti raspodele ukupne tržišne moći između pojedinačnih tržišnih igrača. Vrednost ovog indeksa se dobija po sledećoj formuli:

$$L = \frac{1}{n(n-1)} \sum_{i=1}^{n-1} Q_i, \quad (2)$$

gde je Q_i odnos prosečnog tržišnog učešća prvih i preduzeća i prosečnog tržišnog učešća preostalih $n-i$ preduzeća. Na bazi prikazane formule može se zaključiti da se vrednost Linda indeksa izvodi na bazi nejednakosti između prosečnih tržišnih učešća izračunatih za različite poduzorke preduzeća [13].

6. *Rozenblat indeks*. Vrednost ovog indeksa se izračunava po formuli:

$$R = \frac{1}{2 \sum_{i=1}^n i s_i - 1}, \quad (3)$$

gde je i rang pozicija preduzeća, a s_i tržišno učešće i -tog preduzeća. Ukoliko je vrednost ovog indeksa bliža vrednosti $1/n$ to je manja koncentracija na tržištu [14].

7. *Horvat indeks*. Vrednost Horvat indeksa se izračunava po formuli:

$$CCI = s_1 + \sum_{i=2}^n s_i^2 (2-s_i), \quad (4)$$

gde je s_1 tržišno učešće najvećeg preduzeća na tržištu. Ukoliko je vrednost ovog indeksa preko 0,4, potrebno je vršiti dodatna istraživanja da bi se ispitalo da li na tržištu postoji prekomerna koncentracija [9, str. 446-452].

Da bi se mogla meriti koncentracija tržišta neophodno je detaljno upoznavanje sa ključnim zakonskim odrednicama i sa aktuelnom praksom Komisije. Na primer, nije moguće odrediti vrednost HHI ukoliko se ne utvrdi relevantno tržište, koje se ne može odrediti ukoliko se ne poznaju zakonske odredbe koje se odnose na definisanje relevantnog tržišta. Iz navedenog razloga postoji potreba da se, pre utvrđivanja stepena koncentracije tržišta, u sažetof formi izlože osnovni elementi regulatornog okvira i regulatorne prakse Komisije.

2. REGULACIJA KONCENTRACIJE U SRBIJI

Stub zakonskog okvira u oblasti zaštite konkurencije u Srbiji je *Zakon o zaštiti konkurencije* (u daljem tekstu: *Zakon*), koji je stupio na snagu 24. septembra 2005. godine [16]. Podržavajući elementi osnovnog stuba su *uredbe Vlade Republike Srbije*, koje predstavljaju pokušaj bližeg razjašnjenja bitnih proceduralnih i metodoloških delova Zakona. Tako se Uredbom o sadržini i načinu podnošenja odobrenja za sprovođenje koncentracije definiše struktura zahteva za odobrenje koncentracije koji se sastavlja od strane tržišnih učesnika koji ulaze u odnos koncentracije. Uredbom o kriterijumima za utvrđivanje relevantnog tržišta se preciznije definiše pojam relevantnog tržišta i test pretpostavljenog monopolskog povećanja cena, koji se predlaže kao metodološko oruđe za određivanje granica relevantnog tržišta.

Ovim Zakonom predviđeno je osnivanje Komisije za zaštitu konkurencije, kao osnovnog regulatornog tela koje se bavi sprečavanjem ugrožavanja konkurencije. Komisija je počela sa radom danom osnivanja petočlanog Saveta Komisije aprila 2006. godine [18]. Komisija, prema slovu Zakona, jeste samostalna i nezavisna organizacija, sa statusom pravnog lica, koja za svoj rad odgovara Narodnoj Skupštini Republike Srbije podnošenjem godišnjeg izveštaja o svom radu (članovi 31. i 32. Zakona).

Zakon (član 2. Zakona) predviđa *tri ključna oblika ugrožavanja konkurencije*:

- 1) Sporazumi kojima se bitno sprečava, ograničava ili narušava konkurencija
- 2) Zloupotreba dominantnog položaja
- 3) Koncentracija kojom se bitno narušava konkurencija na bazi jačanja dominantnog položaja na tržištu.

1) *Kartelski sporazumi.* Prvi oblik povrede konkurencije predviđen Zakonom jesu sporazumi kojima se sprečava, ograničava ili narušava konkurencija. Zabranjeni su kartelski sporazumi između tržišnih učesnika kojima se dogovaraju kupovne ili prodajne cene na tržištu, ograničava proizvodnja, ponuda ili visina investiranja i neravnopravno tretiraju izvori nabavke.

2) *Zloupotreba dominantnog položaja.* Što se zloupotrebe dominantnog položaja tiče, Zakon (član 16. Zakona) propisuje da dominantan položaj na relevantnom tržištu imaju oni učesnici koji donose poslovne odluke ne vodeći računa o interesima i potrebama drugih tržišnih učesnika (konkurenata, dobavljača i krajnjih korisnika). Kao *fleksibilni prag* za identifikovanje dominantnog položaja predviđeno je tržišno učešće od 40%. Naime, tržišni učesnik može, ali ne mora da ima dominantan položaj ako je njegovo tržišno učešće veće od 40%, što zavisi od tržišnih učešća najbližih konkurenata, tržišne snage potencijalnih konkurenata, visine ulaznih tržišnih barijera i tržišnog položaja kupaca. Po toj logici, tržišni učesnik čije tržišno učešće je manje od 40% može imati dominantan položaj, samo što je teret dokazivanja dominantnog položaja tada na Komisiji. Tržišni učesnici, koji imaju tržišno učešće veće od 40%, sami snose teret dokazivanja da nemaju dominantan položaj na tržištu. Zakon dopušta da se tržišno učešće određuje primenom različitih kriterijuma («svi relevantni ekonomski kriterijumi koji određuju položaj učesnika na tržištu u odnosu na druge učesnike»), ali se istovremeno preporučuje da se tržišno učešće određuje na bazi količine robe ili usluga ili prihoda predmetnih roba ili usluga. Interesantno je da se Zakonom, osim tržišnog učešća, ne predviđaju drugi pokazatelji i indikatori tržišne koncentracije.

Zakon izričito zabranjuje zloupotrebu dominantnog položaja (član 18. Zakona), čime se narušava ravnopravnost ostalih tržišnih učesnika kroz nametanje nepravednih kupovnih ili prodajnih uslova, ograničavanje proizvodnje, tržišta i tehničkog razvoja na štetu kupaca ili prime-

nom nejednakih uslova poslovanja na iste poslove prema različitim tržišnim učesnicima. Prema tome, *Zakon ne zabranjuje niti sankcioniše posedovanje dominantnog položaja, već zloupotrebu dominantnog položaja na tržištu.*

3) *Koncentracija koja narušava konkurenciju.* Da bi se zaštitili postojeći odnosi konkurencije i sprečilo sticanje dominantnog položaja na relevantnom tržištu na bazi koncentracije, Zakon (član 23. Zakona) predviđa da se koncentracija između dva ili više učesnika može sprovesti tek *po odobrenju Komisije*, koje se izdaje na osnovu zahteva tržišnih učesnika koji ulaze u odnos koncentracije. Ukoliko Komisija ne odluči u roku od 4 meseca od dana dostavljanja zahteva, tada se smatra da je učesnicima u koncentraciji odobren zahtev. Komisija ima mogućnost uslovnog odobrenja koncentracije, pri čemu mora precizno definisati uslove koje učesnici koncentracije moraju da ispunе, kao i period važenja nametnutih uslova. Naročito je bitan član 28. Zakona kojim se definiše obaveza Komisije da pre donošenja odluke o dopuštanju koncentracije analizira: 1) strukturu relevantnog tržišta, 2) stvarne i potencijalne konkurente, 3) položaj na tržištu učesnika koncentracije i njihovu ekonomsku i finansijsku moć, 4) mogućnost izbora dobavljača i korisnika, 5) pravne i druge prepreke za ulazak na relevantno tržište, 6) nivo unutrašnje i međunarodne konkurentnosti učesnika u koncentraciji, 7) trendove ponude i tražnje relevantne robe, 8) trendove tehničkog i ekonomskog razvoja i 9) interese potrošača. Prema tome, od Komisije se zahteva da svoju odluku u vezi (ne) odobrenja predmetne koncentracije bazira na rezultatima izuzetno složenih pravno-ekonomskih analiza.

Zakon precizno definiše *prag prihoda* koji učesnike koncentracije kvalifikuje za pisanje zahteva za izdavanje odobrenja za sprovođenje koncentracije Komisiji. Zahtev je obavezan za učesnike koncentracije ukoliko njihov zajednički godišnji prihod ostvaren na tržištu Republike Srbije u prethodnoj obračunskoj godini prelazi iznos od 10 miliona evra ili ukoliko zajednički godišnji prihod ostvaren na svetskom tržištu prelazi iznos od 50 miliona evra, pri čemu najmanje jedan učesnik koncentracije mora da bude registrovan na teritoriji Republike Srbije.

Vlada Republike Srbije je bliže uredila sadržinu i način podnošenja zahteva u *Uredbi o sadržini i načinu*

podnošenja zahteva za izdavanje odobrenja za sprovođenje koncentracije [17]. Navedena uredba vrlo precizno definiše sadržinu zahteva. Članom 2. Uredbe se propisuje potrebna dokumentacija koja se prilaže uz zahtev. Interesantno je da je uz zahtev potrebno priložiti najmanje 23 dokumenta, među kojima ima faktografskih podataka (kao što je recimo naziv, sedište i predmet poslovanja podnosioca zahteva), analitičke dokumentacije (na primer, analize, studije i prikazi koncentracije na relevantnom tržištu), procena (na primer, procena relevantnog tržišta) i opisa (na primer, detaljan opis distributivne i maloprodajne mreže). Pored obligatorne dokumentacije podnosilac zahteva je ohrabren da priloži i druge podatke i dokumente koje smatra značajnim za ocenu nameravane koncentracije.

Povrede konkurentskih pravila se utvrđuju na *relevantnom tržištu*. Zakon (član 6. Zakona) definiše relevantno tržište iz dva ugla posmatranja, kao relevantno tržište *proizvoda* i relevantno *geografsko* tržište. Pod relevantnim tržištem proizvoda se podrazumeva skup roba i/ili usluga koje su zamenjive pod prihvatljivim uslovima od strane njihovih korisnika u pogledu njihovih svojstava, namene i cene. Pod relevantnim geografskih tržištem Zakon podrazumeva teritoriju na kojoj postoje isti uslovi konkurencije, koji se bitno razlikuju od uslova konkurencije na susednim teritorijama.

Vlada je preciznije definisala kriterijume za određivanje relevantnog tržišta *Uredbom o kriterijumima za utvrđivanje relevantnog tržišta* [17]. Ova Uredba određuje relevantno tržište primenom *testa pretpostavljenog monopolskog povećanja cena*. Ideja ovog testa je da se utvrdi najuže tržište za proizvod ili uslugu na kojem bi hipotetički monopolista mogao da profitira od malog, ali značajnog (od 5 do 10%) i trajnog (do jedne godine) povećanja cena. Profitabilnost hipotetičkog monopoliste se pri tome meri na osnovu procene pada tražnje zbog rasta cene, rasta troškova proizvodnje i distribucije zbog pada tražnje i kretanja profitabilnosti po jedinici proizvoda posle povećanja cene. Procena pada tražnje se bazira na analizi supstituitabilnosti tražnje i supstituitabilnosti ponude. Supstitucija tražnje se procenjuje na bazi analize osobina proizvoda, cenovne elastičnosti tražnje kupaca, lojalnosti kupaca, troškova promene prodavca i drugih istraživanja sprovedenih

među kupcima, tržišnim učesnicima i ekspertima. Supstitucija ponude se procenjuje na bazi analize mogućnosti drugih tržišnih igrača da u kratkom roku i bez većih troškova ponude konkretan proizvod ili uslugu.

Zakon definiše *sankcije* koje Komisija može izreći. U slučaju nepridržavanja Zakona, Komisija može izreći meru privremene zabrane vršenja prometa određene vrste robe ili usluge na period do tri meseca ili meru zabrane obavljanja delatnosti na period do četiri meseca. Komisija nema nadležnost da kažnjava tržišne učesnike niti da pokreće postupak dekoncentracije u slučaju nezakonito sprovedene koncentracije, ali može pokrenuti prekršajni postupak pred nadležnim prekršajnim sudom. Pri tome, prekršajni sud može odrediti tuženom tržišnom učesniku novčanu kaznu koja se kreće u rasponu između 1 i 10% od ukupnog godišnjeg prihoda ostvarenog u prethodnoj obračunskoj godini.

Analizom zakonskog okvira u oblasti zaštite konkurencije i njegove implementacije od strane Komisije uočen je *prostor za značajna unapređenja*. Iako je Zakon u značajnoj meri usklađen sa regulativom EU, što je inače jedan od uslova za uspešno kompletiranje procesa stabilizacije i pridruživanja Srbije Evropskoj Uniji, uočljiva su *tri ključna problema u vezi zakonskog okvira*:

- 1) Nekompletiranost regulative
- 2) Nepreciznost regulative
- 3) Neusklađenost regulative.

1. Nekompletiranost regulative. Zakonska regulativa još uvek nije kompletirana. Potrebno je doneti uredbe kojima bi se definisala sadržina zahteva za pojedinačna izuzeća od primene Zakona, uslovi izuzeća od zabrane kartelskih sporazuma po vrstama, kao i kriterijumi za klasifikaciju prodajnih objekata, koja je važna za preciznije određivanje relevantnog tržišta u sektoru maloprodaje.

2. Nepreciznost regulative. Pojedine odredbe postojećeg Zakona nisu dovoljno precizne. Na primer, član 4. Zakona izuzima iz primene Zakona «lica koja obavljaju delatnost od opšteg interesa». Ova pravna kvalifikacija nije dovoljno precizno definisana. Na primer, poznato je da jedino preduzeće u Srbiji koje se bavi preradom nafte u svom sastavu ima i fabriku mineralne vode. Postavlja se pitanje na koji način rešiti problem izuzeća za preduzeća koja imaju delatnosti koje pripadaju sferi «prirod-

nog monopola», ali i delatnosti koje su podložne tržišnoj konkurenciji. Osim toga, potrebno je mnogo preciznije definisati kriterijume određivanja relevantnog tržišta proizvoda i relevantnog geografskog tržišta, metodologiju primene testa pretpostavljenog monopolnog povećanja cena, kao i kriterijume i metodologiju utvrđivanja dominantnog položaja i dokazivanja zloupotrebe dominantnog položaja.

3. *Neusklađenost regulative*. Neusklađenost regulative se ogleda kroz nisko definisan prag za podnošenje zahteva za odobrenje koncentracije, značajnu asimetričnost između prekršaja i propisanih kazni i neusklađenost između značaja predmeta i ekspertize pravnih subjekata odlučivanja.

Nizak prag prihoda za podnošenje zahteva za odobrenje koncentracije dovodi do toga da Komisija ima veliki broj zahteva za odobrenjem koncentracije. Posledično, Komisija se bavi samo jednim oblikom ugrožavanja konkurencije (odobrenjem koncentracija), dok značajno zanemaruje analizu kartelskih sporazuma i zloupotrebe dominantnog položaja. Bilo bi dobro da se ovaj prag podigne na nivo, koji će obuhvatiti velike igrače na tržištu, čime bi se ionako mali kapaciteti Komisije oslobodili za predmete, koji mogu bitno uticati na promenu konkurentne strukture³.

Kazne za ugrožavanje konkurencije se kreću od 1 do 10% prihoda, što često može biti više od profitne margine trgovinskog preduzeća. Osim toga, vrlo lako se u praksi može desiti da se, zbog zloupotrebe dominantnog položaja, kazne preduzeća koja su u prethodnoj obračunskoj godini poslovala sa gubitkom. Neprilagođenim pristupom se može dovesti u neravnoprotivan položaj grupa preduzeća, koja su eksterno rasla u prethodnom periodu kroz proces privatizacije. Preciznije, ova preduzeća mogu postati žrtve retroaktivne primene Zakona. Predlog je da se preduzećima, koja su značajno narasla pre donošenja Zakona, omogući period prilagođavanja novoustavljenim pravilima konkurentne igre. Na ovaj način bi se veliki domaći tržišni igrači postavili u ravnopravan polo-

žaj prema globalnim igračima, koji su ušli ili planiraju ulazak na srpsko tržište.

Vrlo je čudno što Zakon propisuje da su prekršajni sudovi nadležni za kažnjavanje tržišnih učesnika koji ugrožavaju konkurenciju. Značaj ovih predmeta je u potpunoj disproportiji sa kapacitetom prekršajnih sudova. Vrlo je čudno da isti sud koji se bavi pitanjima saobraćajnih prekršaja presuđuje u vezi predmeta o zaštiti konkurencije [15, str. 70]. Svi argumenti govore u prilog da treba prebaciti nadležnost presuđivanja i kažnjavanja, po osnovu predmeta u vezi zaštite konkurencije, sa prekršajnih na redovne trgovinske sudove.

3. UPOREDNA PRAKSA REGULACIJE KONCENTRACIJE

Već je napomenuto da je uvođenje i poštovanje dobre prakse zaštite konkurencije jedan od uslova priključenja Srbije Evropskoj Uniji. Zbog toga je vrlo važno analizirati praksu relevantnih evropskih komisija na području zaštite konkurencije i uporediti je sa praksom domaće Komisije. Najveća pažnja će biti posvećena kriterijumima za definisanje relevantnog tržišta proizvoda i relevantnog geografskog tržišta u okviru sektora prehrambene maloprodaje. Pitanje relevantnog tržišta je izdvojeno, jer je definisanje kriterijuma za određivanje relevantnog tržišta pretpostavka obračuna tržišnog učešća i izračunavanja drugih bitnih pokazatelja koncentracije tržišta. U nastavku će biti analizirana praksa:

- 1) Britanske komisije
- 2) Evropske komisije
- 3) Hrvatske agencije
- 4) Bugarske komisije.

1) *Praksa Britanske komisije*. Britanska komisija na različite načine definiše relevantno tržište proizvoda u sektoru prehrambene maloprodaje. Po jednom pristupu, relevantno tržište proizvoda čine sve trgovinske radnje površine iznad 280 kvadratnih metara [4, str. 2]. Po drugom pristupu, relevantno tržište čine prodajni objekti iznad 600 kvadratnih metara, pri čemu je prostor posvećen hrani i bezalkoholnim pićima veći od 300 kvadratnih metara, a vlasnik objekta poseduje najmanje deset takvih objekata [3, str. 13-18]. Komisija veoma precizno definiše proizvode koji ulaze u korpu relevantnih proizvoda. U

³ Preliminarni predlog Vlade je da se prag podigne sa 10 miliona evra ukupnog prihoda svih učesnika na 20 miliona evra po svakom učesniku koncentracije, da se ukine prag od 50 miliona evra za ukupan prihod i da se zameni pragom od 25% tržišnog učešća na teritoriji Srbije.

pitanju su prehrambeni proizvodi, alkoholna i bezalkoholna pića, sredstva za ličnu i kućnu higijenu i ostali proizvodi za domaćinstvo. Vrlo eksplicitno se navode proizvodi koji ne ulaze u korpu relevantnih proizvoda. U pitanju su proizvodi, kao što su novine i časopisi, kompakt diskovi, duvan i proizvodi od duvana i farmaceutski proizvodi. Komisija, pored kriterijuma vrste objekata i korpe relevantnih proizvoda, pri preciznom formulisanju relevantnog tržišta uzima u obzir i treći kriterijum, vrstu kupovine. Naime, Komisija pravi razliku između velikih kupovina (engl. *one-stop shop*) i manjih komplementarnih kupovina (engl. *secondary shop*). Konačno, četvrti kriterijum, koji Komisija koristi za definisanje relevantnog tržišta je kriterijum strategijskih grupa. To znači da ukoliko dva preduzeća ispunjavaju prethodna tri kriterijuma da se nađu na istom relevantnom tržištu, ali ne pripadaju istoj strategijskoj grupi, oni ne mogu biti posmatrani kao direktni konkurenti. Na primer, nemački lanac *Aldi* pripada strategijskoj grupi koju karakteriše racio nizak kvalitet/niska cena za razliku od lanca *Waitrose*, koji je poznat po asortimanu visokokvalitetnih proizvoda sa značajnom cenovnom premijom.

Sofisticiranost Britanske komisije je uočljiva i kroz raznovrsnost kriterijuma za definisanje relevantnog geografskog tržišta. Naime, Britanska komisija preporučuje tri moguća kriterijuma [3, str. 33]. To su: kriterijum radijusa jednake udaljenosti, administrativne poštanske oblasti i izohrone linije. Komisija preporučuje treći pristup, koji relevantno geografsko tržište određuje na bazi vremena koje je potrebno da bi se autom stiglo do prodajnog objekta. Na primer, ako je izabran kriterijum "20 auto minuta", to znači da se u okviru iste izohrone linije na mapi nalaze svi prodajni objekti, koji mogu biti pristupačni u vremenu od 20 ili manje minuta vožnje automobilom.

2) *Evropska komisija*. Evropska komisija pomaže nacionalne komisije zemalja Evropske unije u borbi za zaštitu konkurencije. Vrlo je interesantno primetiti da nacionalne komisije koje se nalaze pod kapom Evropske komisije imaju različite kriterijume za definisanje relevantnog tržišta. U tom smislu, korisno je uporediti tri rešenja različitih komisija za slučajeve *Rewe/Meinl* (Austrija), *Kesko/Tuko* (Finska) i *Julius/Meinl* (Češka).

U slučaju *Rewe/Meinl* Austrijska komisija je kao

relevantno tržište maloprodaje definisala sve maloprodajne objekte tipa supermarketa (površine 400-1000 kvadratnih metara, asortimanom 5.000-10.000 artikala i odeljenjem sa svežom hranom), tipa hipermarketa (površine preko 1.000 kvadrata) i ostale trgovinske objekte sa precizno definisanim asortimanom prehrambenih i neprehrambenih proizvoda [7]. Komisija isključuje iz relevantnog tržišta proizvoda specijalizovane radnje, kao što su pekare, mesare ili ribarnice, jer je njihovo učešće na tržištu manje od 10%. Osim toga, utvrđene navike potrošača u Austriji pokazuju sklonost ka velikim prodajnim formatima, na bazi čega je Komisija zaključila da specijalizovane radnje služe kupcima samo za komplementarnu kupovinu. Komisija iz relevantnog tržišta isključuje radnje na benzinskim pumpama, jer uglavnom služe za impulsivnu kupovinu uskog asortimana proizvoda po znatno višim cenama. Komisija isključuje i *cash&carry* formate, jer su zakonski odvojeni od klasične maloprodaje i zato što kupci moraju imati propusnicu da bi ušli u objekat. Pijace nisu razmatrane s obzirom da stanovnici Austrije nemaju običaj da kupuju sveže namirnice na pijacama.

U slučaju *Kesko/Tuko* Finska komisija polazi od kriterijuma kompletne korpe dobara (engl. *basket of goods*) pri definisanju relevantnog tržišta proizvoda [6]. U korpu dobara ulaze hrana, piće, cigarete i neprehrambeni proizvodi poput proizvoda za čišćenje i higijenu, potrošni proizvodi od papira i farmaceutski proizvodi. Komisija smatra da se na trenutnom nivou razvoja finskog maloprodajnog tržišta, navedeni asortiman može naći samo u ambijentu supermarketa i hipermarketa. Međutim, Komisija u rešenju navodi da se finsko maloprodajno tržište u poslednjih dvadeset godina razvijalo od malih specijalizovanih i nespecijalizovanih radnji ka velikim formatima. Navedeni razvoj je promenio navike potrošača, koji danas kupuju namirnice za domaćinstvo uglavnom u velikim trgovinskim formatima u vidu velikih kupovina. Komisija ipak dozvoljava da u relevantno tržište uđu i manje nespecijalizovane radnje ukoliko ispunjavaju navedeni princip kompletne korpe dobara. Komisija isključuje iz relevantnog tržišta specijalizovane prodavnice, kioske i radnje na benzinskim pumpama, jer ne ispunjavaju princip kompletne korpe dobara. Što se tiče *cash&carry* prodavnica Komisija nije sigurna da li ih treba uključiti u rele-

vantno tržište. Razlozi protiv uključenja su slični kao kod Austrijske komisije. To su restriktivan ulaz u objekat i registracija u formi veleprodaje. Razlozi za uključivanje u relevantno tržište su višestruki. Prvo, prosečna vrednost kupovine je znatno manja u odnosu na klasičnu veleprodaju. Drugo, kupci dolaze po kupljenu robu sopstvenim prevozom. Treće, kupci plaćaju gotovinom, a ne kreditom, što je opet razlika u odnosu na klasičnu veleprodaju. Konačno, ovi sistemi nude znatno širi asortiman (preko 10.000 artikala) u odnosu na klasičnu veleprodaju.

Češka komisija u slučaju *Julius/Meinl* definiše relevantno tržište kao skup hipermarketa, supermarketeta, diskonta i malih nespecijalizovanih prodavnica. U relevantno tržište ne ulaze radnje na benzinskim pumpama, *cash&carry* prodavnice i specijalizovane prodavnice [8].

Dok kod određivanja relevantnog tržišta proizvoda postoje značajne varijacije, definisanje relevantnog geografskog tržišta se definiše na gotovo identičan način od strane svih evropskih komisija. U sva tri prethodno opisana slučaja relevantno geografsko tržište je određeno uz pomoć GIS (engl. *Geographic Information System*) modela, korišćenjem kriterijuma 20-30 auto minuta.

3) *Praksa Hrvatske Agencije za tržišno natjecanje*. Agencija je osnovana još 1995. godine i ima znatno bogatije iskustvo u zaštiti konkurencije od naše Komisije. Hrvatska Uredba je znatno preciznija od naše Uredbe za određivanje relevantnog tržišta, jer daje precizne kriterijume za definisanje relevantnog tržišta po različitim sektorima [28]. Tako član 7. Hrvatske Uredbe o mjerodavnom tržištu definiše relevantno tržište trgovine na malo, pretežno hranom, pićem i higijenskim proizvodima za domaćinstvo kao skup nespecijalizovanih prodavnica (gde nije obavezno korišćenje korpi) [11, str. 34], samoposluga, supermarketeta i hipermarketa. Prema tome, Agencija ne pravi razliku između malih i velikih formata prilikom definisanja granica relevantnog tržišta proizvoda. Relevantno geografsko tržište se određuje po administrativnom kriterijumu za nivo čitave države, nivo županije ili nivo grada. Interesantno je da Agencija ima poseban «Odjel za istraživanje, analitiku i informatiku», koji se isključivo bavi prikupljanjem i analizom podataka potrebnih za merenje tržišne koncentracije. Ono što može biti poučno za našu Komisiju

je veoma konstruktivan i umeren stav Komisije prilikom donošenja kompleksnih i osetljivih odluka⁴.

4) *Praksa Bugarske Komisije*. Bugarska komisija kao relevantno tržište proizvoda definiše trgovinu na malo brzoobrotnom robom u supermarketima, hipermarketima (preko 3.000 kvadratnih metara) i mešovitim prodavnicama za trgovinu hranom i neprehrambenom robom [29]. Interesantni su razlozi koje Komisija navodi u prilog uključivanja mešovitih prodavnica u relevantno tržište. Prvo, mešovite prodavnice nude hranu i neprehrambene proizvode. Drugo, ove radnje moraju da ispune identične zahteve za registracijom kao hipermarketi i supermarketi. Konačno, gusto raspoređene male prodavnice u sumi ravnopravno konkurišu velikim prodajnim objektima. Komisija preporučuje da se relevantno geografsko tržište određuje kriterijumom 20-30 auto minuta, iako se dozvoljava i praćenje konkurencije na širem geografskom opsegu (regionalnom ili nacionalnom).

Prema tome, u svakoj državi postoji Zakon kojim se uređuje zaštita konkurencije i predviđa osnivanje regulatornog tela koje treba da se bavi zaštitom konkurencije. Različite komisije su osnivane u različitim trenucima, što se manifestuje na njihovo iskustvo i kapacitet u analizi i odlučivanju. Kada je reč o pristupima komisija na području definisanja granica relevantnog tržišta primećuje se da svaka komisija ima svoje kriterijume, koji se vremenom menjaju i prilagođavaju trendovima posmatranog biznisa. Ne postoje univerzalni kriterijumi za definisanje relevantnog tržišta. Čak i ista komisija istovremeno koristi veći broj kriterijuma za definisanje relevantnog tržišta, kao što su kriterijumi prodajnog objekta, širine asortimana proizvoda i vrste kupovine.

Komisija za zaštitu konkurencije Srbije je osnovana 2006. godine [25]. To znači da Komisija nema još uvek ni pune *dve godine iskustva* u rešavanju sporova u oblasti zaštite konkurencije u Srbiji. Proces učenja Komisije se može olakšati i ubrzati ulaganjem u edukaciju i specija-

4 Hrvatska agencija za zaštitu tržišnog natjecanja (2003): Odluka u predmetu ocene dopuštenosti koncentracije Konzum/Alastor, str. 4, citat: «...Postupak otežava činjenica da ne postoje službeni podaci o broju, površini, nameni, lokaciji i vlasniku poslovnih prostora namenjenih maloprodaji u Republici Hrvatskoj. Stoga će tek široko prikupljanje podataka o relevantnom tržištu iz svih dostupnih izvora omogućiti Agenciji izradu svih potrebnih analiza i procenu ukupne tržišne snage Konzuma i njegovih konkurenata...»

lizaciju kadrova, kao i kroz saradnju sa drugim iskusnijim komisijama u rešavanju složenih slučajeva, sa kojima se Komisija po prvi put susreće. Glavna opasnost nedostatka iskustva je primena «indigo strategije», tako što će se preuzeti trenutno aktuelna praksa Evropske komisije na području zaštite konkurencije. Analiza uporedne prakse je pokazala da Komisija mora da prilagodi kriterijume definisanja relevantnog tržišta, merila koncentracije i prirodu odluke aktuelnom stanju i trendovima na tržištu i specifičnostima konkretnog predmeta odlučivanja, vodeći računa o validnosti korišćenih podataka.

Pored nedostatka kritične mase iskustva za rešavanje složenih predmeta, Komisija ima problem *nedovoljno izgrađenog institucionalnog kapaciteta*. Naime, Komisija se još uvek nalazi u procesu organizacionog konstituisanja, definisanja metodologije, kreiranja stručnog i analitičkog instrumentarijuma i zapošljavanja novih ljudi. Komisija, sa ionako ograničenim kapacitetima, biva zatrpana velikim brojem zahteva za odobrenjem koncentracije s obzirom da je privatizacioni proces još uvek u toku, a da je prag prihoda, kao što je konstatovano, suviše nisko postavljen. Samo tokom prve godine rada Komisija je obradila više od 80 predmeta, od čega je oko 70% predmeta u oblasti koncentracije tržišnih učesnika [15, str. 70]⁵, 25% slučajevi zloupotrebe dominantnog položaja, a samo 5% slučajevi kartelskog dogovaranja [15, str. 70]. Ako se uzme u obzir da je u prvoj godini rada u Komisiji radilo manje od deset zaposlenih vrlo je jednostavno utvrditi koliko je opterećenje u proseku trpeo jedan zaposleni. Iskustva Komisija u okruženju (na primer, u Hrvatskoj i Sloveniji) govore da je broj predmeta po zaposlenom između jedan i tri.

Jedno od rešenja problema slabog institucionalnog kapaciteta Komisije, pored zapošljavanja i obuke novih ljudi, može biti formiranje posebnog stručnog analitičkog tela (recimo po ugledu na posebno analitičko odeljenje hrvatske Agencije), koje bi se bavilo samo prikupljanjem, analizom i prezentacijom bitnih statističkih podataka koji bi ulazili u metodološki okvir pripremljen od strane Komisije. Naime, istraživanje je pokazalo da postoje značajni problemi vezani za raspoloživost potrebnih stati-

stičkih podataka za bitna izračunavanja, što i sama Komisija priznaje u svojim odlukama i rešenjima. Čak i kada postoje potrebni podaci, recimo o visini prometa pojedinačnih preduzeća koja pripadaju relevantnom tržištu, ti podaci nisu slobodno dostupni, jer predstavljaju poslovnu tajnu. Da bi se dobili potrebni podaci neophodno je razviti poseban analitički sistem i tim ljudi koji bi se time bavili u dužem vremenskom periodu. Vrlo je bitno da ljudi koji bi pripadali novoosnovanom analitičkom telu imaju bezuslovnu moć traženja svih potrebnih podataka od strane tangiranih tržišnih učesnika, ali i dovoljan nivo ekspertize da sami prikupljaju i analiziraju potrebne podatke.

4. PREHRAMBENA MALOPRODAJA NA TRŽIŠTU BEOGRADA

Prema poslednjim podacima Privredne komore Srbije [26] trgovinsku delatnost na veliko i malo na prostoru Republike Srbije obavlja 35.611 trgovinskih preduzeća, od toga na malo 6.159 i na veliko 29.452 preduzeća. Ukupan broj zaposlenih je 204.604, od čega je u trgovini na malo zaposleno 157.510 radnika, a u trgovini na veliko 47.094 radnika. Učešće trgovine u GDP-u Srbije se kreće između 18 i 19%, što se poklapa sa učešćem zaposlenih u sektoru trgovine u ukupnom broju zaposlenih u privredi Srbije. Samo nekoliko godina unazad, 2001. godine, učešće zaposlenih u sektoru trgovine u ukupnom broju zaposlenih se kretalo na nivou od oko 7%. Ovaj podatak govori u prilog činjenici da je stopa rasta zaposlenosti u sektoru trgovine, u poslednjih pet godina, znatno veća od stope rasta zaposlenosti privrede kao celine.

Što se tiče tržišta Beograda, zapaža se nekoliko interesantnih trendova, kao što su: promena strukture prodajnih formata, promena strukture asortimana i promena navika potrošača.

Za razliku od ranijeg sistema rascepkane distributivne mreže sa velikim brojem manjih prodajnih objekata sa statusom 'komšijskih prodavnica' ili 'prodavnica na čošku', poslednjih nekoliko godina ukрупnjeni trgovinski lanci forsiraju strategiju kombinovane maloprodajne mreže sa manjim prodavnicama (obično do 400 m²), supermarketima (400-2000 m²), hipermarketima (preko 2000 m²) i Cash & Carry sistemima. Pored ukрупnjavanja velikih trgovinskih lanaca dolazi do udruživanja manjih trgovaca.

⁵ Od oko 60 predmeta u oblasti kontrole koncentracija Komisija je u prvoj godini rada donela samo jedno negativno rešenje (slučaj *Primer C/C market*) i jedno rešenje o uslovnom odobrenju koncentracije (primer *Mercator / M Rodić*).

Najveće udruženje malih trgovaca je CBA grupacija koja u sastavu ima 12 regionalnih distributivnih centara, 190 maloprodajnih objekata u sopstvenom vlasništvu i preko 1000 franšizno pridruženih prodavnica.

Promene u strukturi prodajne mreže izazivaju značajne promene u ponašanju i kupaca i prodavaca. Naime, veliki hipermarketi nude kupcima celokupan paket proizvoda i usluga na jednom mestu, čineći prodajni objekat mestom kupovine, ali i mestom zabave. Ovakav koncept usložnjava menadžersko-organizacioni aspekt poslovanja trgovinskih lanaca, ali istovremeno omogućava znatno veći stepen fleksibilnosti u poslovanju, ostvarivanje vrednih sinergija i ogromnih pozitivnih efekata ekonomije obima i ekonomije širine. Pojava velikog broja konkurenata u kratkom roku pretvara tržišnu utakmicu u hiperkonkurenciju, koja se ogleda kroz snižavanje trgovačkih marži, lansiranje promotivnih kampanja, prilagođavanje profila prodajnog osoblja zahtevima kupaca (kroz stalne treninge, na primer), razvoj elektronske trgovine, razvoj kataloške prodaje i uvođenje pristupačnih trgovinskih marki. Hiperkonkurencija se takođe ispoljava kroz mogućnost brze pojave novih konkurenata. Na primer, domaći trgovci se plaše ulaska nemačkog "Lidla", koji ima izuzetno niske cene, pogotovo prehrambenih proizvoda. Ovaj trgovinski lanac je već stigao u Hrvatsku, gde je od kraja prošle godine za nekoliko meseci otvorio 27 prodajnih objekata.

Prosečan srpski kupac kupuje ređe i u većem obimu. Naime, trend velikih nedeljnih i mesečnih kupovina, karakterističan za razvijene zemlje Zapada, se polako ukorenjuje i kod nas. Razlozi su višestruki. Prvo, raste značaj slobodnog vremena. U uslovima produženja radnog vremena, slobodno vreme je sve vrednije zato što ga je sve manje. Kupci nemaju vremena za svakodnevne kupovine, već planiraju unapred odlazak u veće kupovine, obično jednom u dve nedelje ili jednom mesečno. Ovakve kupovine se često posmatraju kao namenska porodična okupljanja, jer u njima istovremeno učestvuju svi članovi porodice. Drugo, porodice velikim kupovinama racionalizuju svoju potrošnju koristeći popuste i niže cene koje nude veliki trgovinski lanci. Konačno, demografski trend rasta broja zaposlenih žena primorava porodice da kupuju ređe, u većim količinama, obično vikendom ili radnim danom

u večernjim satima. Sa druge strane, treba biti svestan da je ovaj proces tek u začetku i da učešće tradicionalne trgovine ostaje značajno. Na primer, prema istraživanju agencije *Nielsen* [19, str. 17] 38% urbanih kupaca preferira da kupuje u manjim tradicionalnim radnjama. Ovaj rezultat je u liniji sa rezultatima istraživanja agencije *Gfk* [24], koji pokazuju da 40% građana Beograda još uvek radije kupuje u malim prodavnicama, iako su u proseku skuplje.

Paralelno sa promenom strukture maloprodajnih objekata dolazi do značajnih promena u strukturi asortimana. Trenutno se zapaža dominantno učešće prehrambenih proizvoda u strukturi prometa maloprodajnih objekata sa više od 40% učešća u ukupnom prihodu⁶. Sa porastom diskrecionog dohotka domaćeg stanovništva povećava se učešće *nonfood* asortimana u potrošnji stanovništva. Menja se i struktura prometa u okviru prehrambenih proizvoda u korist prehrambenih proizvoda većeg stepena dodate vrednosti. Dolazi do značajnog produbljavanja i proširivanja proizvodnog asortimana sa idejom da se kupcima obezbedi široka ponuda komplementarnih proizvoda.

Otvaranje sve većeg broja velikih maloprodajnih objekata u Beogradu i širom Srbije neminovno nameće pitanje: kada će se ostvariti tržišna saturacija, odnosno koliki je prostor za dalji rast tržišta maloprodaje? Ukoliko se uporedi indikator površine prodajnih objekata po glavi stanovnika u Srbiji, koji iznosi nešto više od 0,75 m², sa istim indikatorom u razvijenim državama Evrope, koji ima vrednost 2 m² po stanovniku, onda se uočava značajan prostor za dalji razvoj maloprodajne mreže.

Bez obzira na ubrzani razvoj sektora maloprodaje u Srbiji, i dalje se uočavaju neke klasične slabosti u njegovom funkcionisanju, kao što su: nedovoljna zaštita poverilaca u prometu robe na veliko (slabost sudskog sistema), relativno nizak nivo primanja radnika u trgovini (prosečna neto zarada u trgovini za devet meseci prošle godine je za 7% manja od proseka u privredi), značajno učešće "sive ekonomije" u ukupnom obimu prometa (kroz prodaju robe nižeg kvaliteta od propisanog i deklasiranog, prodaja robe bez isprava o nabavci i bez poreza na dodatu vrednost) i

⁶ Prema istraživanju Gfk građani Srbije troše 44% prihoda za hranu, znatno više od Hrvatske i Slovenije sa 33% i 20%, respektivno [24].

značajna kašnjenja u donošenju bazičnih i podržavajućih zakonskih propisa koji uređuju ovu privrednu oblast.

5. MERENJE KONCENTRACIJE NA PREHRAMBENE MALOPRODAJE U BEOGRADU

Merenje koncentracije na tržištu prehrambene maloprodaje Beograda predstavlja aktuelnu temu u domaćoj javnosti. Naša ideja je bila da neutralno priđemo ovom problemu i da pokušamo da primenom naše metodologije procenimo stepen koncentracije na ovom tržištu. U nastavku će posebna pažnja biti posvećena pitanjima a. relevantnog tržišta, b. Prikupljanju podataka, i c. rezultatima merenja koncentracije tržišta.

a. Određivanje relevantnog tržišta

Definisanje granica relevantnog tržišta je ključni preduslov za izračunavanje svih bitnih pokazatelja koncentracije tržišta. Naime, od utvrđenih granica relevantnog tržišta direktno zavisi veličina tržišnog učešća tržišnog učesnika, od koje pak direktno zavisi kvalifikacija tržišne pozicije tog tržišnog učesnika. Čak i kada se definišu granice relevantnog tržišta otvara se novo nimalo bezazleno pitanje: kako izmeriti tržišno učešće? Da bi se što preciznije izmerilo (preciznije procenilo) tržišno učešće neophodno je posedovati podatke o visini prihoda ili prometa posmatranog tržišnog učesnika i podatke o sumi prihoda ili prometa svih tržišnih učesnika koji ulaze u definisano relevantno tržište proizvoda i relevantno geografsko tržište. Do potrebnih podataka se može doći samo kombinovanjem opšte raspoloživih statističkih i računovodstvenih podataka, dobijenih od strane Republičkog zavoda za statistiku, Agencije za privredne registre i Centra za bonitet pri Narodnoj banci, i logički izvedenih aproksimacija iz kojih stoje jaki argumenti.

Pojmovi relevantnog tržišta, relevantnog tržišta proizvoda, relevantnog geografskog tržišta i testa pretpostavljenog monopolnog povećanja cena su ranije detaljno razjašnjeni. Sada nas interesuje šta čini relevantno tržište biznisa prehrambene maloprodaje kompanije uzimajući u obzir postojeću zakonsku regulativu, uporednu praksu na području određivanja relevantnog tržišta od strane komisija u razvijenim zapadnim zemljama, tranzicionim

zemljama i zemljama u najbližem okruženju, kao i činjenicu da maloprodaja pretežno prehrambenom robom predstavlja „osetljivu“ granu zbog toga što je hrana manje ili više cenovno neelastično dobro i zato što ova delatnost može značajno uticati na interese potrošača i/ili države⁷

Treba imati u vidu da se kriterijumi za utvrđivanje relevantnog tržišta na području maloprodaje značajno razlikuju između zemalja koje se nalaze na različitom stepenu razvoja maloprodajne mreže. Empirijski je utvrđeno da se u razvijenim zapadnim zemljama, paralelno sa ekonomskim razvojem, smanjivao udeo tradicionalnih radnji u strukturi ukupnog prometa ili prihoda maloprodajnog prehrambenog sektora. Tako na primer, studija svetski renomirane kompanije za istraživanje tržišta *Nielsen* ukazuje da se vrednosni udeo tradicionalnih radnji u Zapadnoj Evropi smanjio sa 41% 1985. godine, na 22% 1995. godine, pa sve do 14% u 2005. godini [19, str. 9 i 13]. Ista studija tvrdi da je udeo malih radnji u ukupnoj vrednosti maloprodaje u Srbiji oko 43%, što ukazuje da je Srbija prema strukturi maloprodajne mreže negde na nivou Zapadne Evrope iz 1985. godine.

Navedeni indikatori su vrlo bitni zbog potrebe izbora diferenciranog pristupa određivanju relevantnog tržišta za sektor maloprodaje u Srbiji u odnosu na razvijene zapadne zemlje. Naša Komisija ne smatra da je potreban diferenciran pristup definisanju relevantnog tržišta u Srbiji pa u jednom od svojih rešenja tvrdi: «Tržište maloprodaje pretežno hranom u Srbiji nema osobenosti koje bi opravdale različito definisanje relevantnog tržišta proizvoda od načina na koji to čine evropski organi za zaštitu konkurencije» [12, str. 11-12]. Naime, komisije razvijenih zapadnih zemalja iz relevantnog tržišta isključuju male tradicionalne radnje koje ne prelaze određeni prag površine, radnje koje nisu u vlasništvu većeg trgovinskog preduzeća, nespecijalizovane radnje sa užim asortimanom i/ili specijalizovane radnje za prodaju hrane. Da li je to ispravan pristup na slučaju Srbije imajući u vidu trenutni nivo razvoja maloprodaje u Srbiji, trenutnu strukturu maloprodajne mreže i aktuelne navike potrošača u vezi načina i mesta kupovine?

7 U osetljive grane se još ubrajaju telekomunikacije, energetika, mediji, transport i proizvodnja oružja [1].

Pomenuta studija kompanije *Nielsen* je utvrdila da tradicionalni prodajni formati u vidu malih nespecijalizovanih prehrambenih radnji još uvek imaju veliki udeo u ukupnom prometu u trgovini na malo pretežno prehrambenom robom. Pri utvrđivanju relevantnog tržišta proizvoda kompanije ovu činjenicu ne možemo zanemariti. Osim malih nespecijalizovanih radnji u oblasti prehrane, smatramo da u relevantno tržište prehrambenog maloprodajnog biznisa treba da uđu pijace i *cash&carry* formati.

Na bazi detaljne analize stanja i trendova u sektoru prehrambene maloprodaje i uporedne prakse možemo izvesti jake kvalitativne argumente u prilog uključivanja pijaca i *cash&carry* formata u relevantno tržište prehrambene maloprodaje Beograda. Što se pijaca tiče, osnovni argument za njihovo uključivanje u relevantno tržište leži u ukorenjenim navikama potrošača u Beogradu da sveže namirnice (voće, povrće, jaja) kupuju na pijacama. Tome u prilog ide i ogromna gustina pijačnih tezgi na teritoriji Beograda⁸, iz čega se može izvesti argument Bugarske komisije da prodajni objekti velike teritorijalne gustine kao celina ravnopravno konkurišu velikim prodajnim formatima. *cash&carry* sistemi treba da uđu u relevantno tržište zbog već objašnjenih argumenata u vezi slučaja *Kesko/Tuko*, koji se odnose na prosečnu vrednost pojedinačne kupovine, način plaćanja i asortiman proizvoda, koji se u potpunosti razlikuju u odnosu na klasičnu veleprodaju. Osim toga, restriktivnost ulaza u objekat kao kontraargument u našim uslovima nije prihvatljiv. Svaki zaposleni građanin može relativno jednostavno izvaditi karticu, ili koristiti tuđu karticu bez ikakve provere. Konačno, postoje ozbiljne naznake da će *Metro* od aprila 2008. godine ukinuti kartice za svoje kupce. Drugim rečima, pristup *Metro*-u će biti, sada i formalno, omogućen svim pojedinačnim kupcima.

Što se tiče specijalizovanih prodajnih formata u oblasti prehrane, njihovo uključivanje u relevantno tržište još uvek ostaje otvoreno, zbog neusaglašene prakse u zemljama u okruženju. Uporedna praksa je pokazala da je stav većine Komisija da u relevantno tržište prehrambene maloprodaje ne ulaze specijalizovane radnje, kiosci i radnje na benzinskim pumpama, zbog toga što ih kupci

posmatraju kao izvore komplementarne kupovine. Da bi se decidno odgovorilo da li postoji supstitucija tražnje i ponude između nespecijalizovanih prodajnih objekata i specijalizovanih prehrambenih radnji (mesara, pekara, ribarnica) potrebno je sprovesti dublju kvantitativnu analizu. Kvalitativni argument u prilog uključivanja dela specijalizovanih radnji u relevantno tržište je zamagljen odnos između šifre delatnosti za koju je registrovano preduzeće i stvarne delatnosti kojom se preduzeće bavi. Naime, mnoga preduzeća koja su registrovana za specijalizovanu trgovinu na malo hranom (šifra 522, preciznije šifre 5221 do 5227) bave se i trgovinom na malo ostalim prehrambenim namirnicama, čime praktično ulaze u skup nespecijalizovanih objekata za trgovinu na malo pretežno hranom (šifra 521). Da zaključimo, ne postoji dovoljno jasnih argumenata da bismo uključili specijalizovane prodajne objekte u relevantno tržište prehrambene maloprodaje.

Prema tome, *relevantno tržište prehrambene maloprodaje Beograda će u našoj analizi činiti nespecijalizovane radnje i preduzeća, kao i pijace i objekti kompanije Metro u Beogradu*. Vrlo važno je da se još jednom naglasi da je zvanična metodologija za utvrđivanje relevantnog tržišta test pretpostavljenog monopolskog povećanja cena. U pitanju je ekonometrijski test koji treba da utvrdi da li postoji supstitucija tražnje i supstitucija ponude na bazi izmerenih koeficijenata unakrsne elastičnosti tražnje.

U nastavku će biti prikazani rezultati merenja koncentracije na izabranom relevantnom tržištu za 2006. godinu na bazi kriterijuma ostvarenih prihoda u ovom obračunskom periodu⁹. Pre toga, detaljno će biti obrazloženi korišćeni podaci, analizirani izvori podataka i navedene limitiranosti korišćenih podataka.

b. Podaci

U cilju sprovođenja odgovarajuće empirijske analize svi maloprodajni trgovinski objekti u Beogradu su klasifikovani na sledeći način:

- 1) Vodeći trgovinski lanci u Beogradu
- 2) Pravna lica registrovana za nespecijalizovanu trgovinu na malo

8 U Beogradu se nalaze 33 pijace sa 11.751 tezgom [21].

9 Već je rečeno da Zakon preporučuje korišćenje prihoda kao računске osnove za obračun tržišnog učešća.

- 3) Preduzetnici registrovani za nespecijalizovanu trgovinu na malo
- 4) Pijace
- 5) Prodajni objekti Metro Cash&Carry d.o.o.

1. *Vodeći trgovinski lanci u Beogradu.* Među vodećim trgovinskim lancima u Beogradu izdvojeni su: Delta Maxi d.o.o., C market a.d., Pekabeta a.d., Idea d.o.o., Rodić M&B d.o.o., Merkator-S d.o.o., Veropoulos d.o.o., Jabuka a.d., Višnjica a.d., Si-market d.o.o. Podaci o njihovim prihodima u Beogradu za 2006. godinu su preuzeti iz Rešenja Komisije za zaštitu konkurencije broj 6/0-02-138/07-15 od 26.11.2007. godine¹⁰.

2. *Pravna lica registrovana za nespecijalizovanu trgovinu na malo.* U Beogradu postoji 359 pravnih lica registrovanih u šifri delatnosti 521 (nespecijalizovana trgovina na malo)¹¹. Podaci o prihodima 115 trgovinskih preduzeća registrovanih za nespecijalizovanu trgovinu na malo (52110) dobijeni su ili od Centra za Bonitet Narodne banke Srbije ili od Agencije za privredne registre za 2006. godinu [23]. Za ostalih 46 trgovinskih preduzeća registrovanih za nespecijalizovanu trgovinu na malo (52110) izvršena je procena prihoda za 2006. godinu, vodeći računa o vrednosnom okviru zvanične statistike. Podaci o prihodima 191 trgovinskog preduzeća registrovanih na teritoriji Beograda za nespecijalizovanu trgovinu na malo (52120) dobijeni su ili od Centra za Bonitet Narodne banke Srbije ili od Agencije za privredne registre za 2006. godinu.

3. *Preduzetnici registrovani za nespecijalizovanu trgovinu na malo.* U Beogradu postoji 3.863 preduzetnika registrovanih u šifri delatnosti 521¹². Podaci o prihodima 496 radnji registrovanih u ovoj delatnosti dobijeni su ili od Centra za Bonitet Narodne banke Srbije ili od Agencije za privredne registre za 2006. godinu. Za ostalih 3.367 radnji registrovanih za nespecijalizovanu trgovinu na malo izvršena je procena prihoda za 2006. godinu, vodeći računa o

vrednosnom okviru zvanične statistike i o kalkulaciji troškova prosečne radnje sa jednim zaposlenim radnikom.

4. *Pijace.* Na teritoriji Beograda postoje 33 pijace. Na bazi podataka o prometu na pijacama u Beogradu za 2006. godinu, koji su dobijeni od Republičkog zavoda za statistiku, izvršena je procena prihoda, kako bi ovi podaci bili uporedivi sa ostalim podacima o prihodima. Uzeti su u obzir prihodi od prodaje: žita i proizvoda od žita, voća, povrća, živine, jaja, mleka i mlečnih proizvoda.

5. *Prodajni objekti Metro Cash&Carry d.o.o.* Podaci o prihodu preduzeća Metro Cash&Carry d.o.o. na teritoriji Beograda su procenjeni na bazi ukupnog prihoda za nivo Srbije, procenjenog učešća Cash & Carry biznisa u ukupnom prihodu i broja prodajnih objekata koji se nalaze u Beogradu.

U radu se raspolagalo podacima koji su dobijeni iz različitih izvora:

- 1) Centar za bonitet Narodne banke Srbije (gde se mogu dobiti podaci o ukupnim godišnjim prihodima pravnih lica i preduzetnika po šifri delatnosti koju obavljaju);
- 2) Agencija za privredne registre (gde se mogu dobiti podaci o godišnjim finansijskim izveštajima pravnih lica i preduzetnika);
- 3) Republički zavod za statistiku (na sajtu se može naći registar pravnih lica i preduzetnika, a agregirani podaci o prometu u trgovini na malo, na nivou Republike i pokrajine objavljuju se u godišnjaku i tromesečnoj periodici);
- 4) Podaci iz rešenja Komisije za zaštitu konkurencije broj 6/0-02-138/07-15 od 26.11.2007. godine.

Bez obzira o kom izvoru podataka se radi, kao ključni problem se javlja limitiranost podataka.

Limitiranost podataka Centra za bonitet Narodne banke Srbije. Iz Centra za bonitet se mogu dobiti podaci o sumarnim prihodima iz dostavljenih bilansa. Nije moguće dobiti prihode preduzeća po geografskom ključu jer ako je preduzeće, na primer, registrovano u Beogradu, ali ima prodavnice i u drugim gradovima Srbije, ono dostavlja finansijski izveštaj o prihodima svog poslovanja na ukupnom nivou, a ne posebno za svaku teritoriju na kojoj je obavljalo svoju trgovinsku delatnost. Preduzeća su sortirana prema šifri delatnosti, koja ne mora odražavati preo-

¹⁰ Podaci su pretvoreni u dinare po zvaničnom kursu NBS od 31.12.2006. godine.

¹¹ Registar pravnih lica i preduzetnika se nalazi na sajtu <http://webzr.statserb.sr.gov.yu/>. Od 359 pravnih lica registrovanih za nespecijalizovanu trgovinu na malo, 168 je registrovano u delatnosti 52110, a 191 u delatnosti 52120. Među njima je i 7 vodećih trgovinskih lanaca.

¹² Od 3863 preduzetnika registrovanih za nespecijalizovanu trgovinu na malo, 3844 je registrovano u delatnosti 52110, a 19 u delatnosti 52120.

vlađujuću delatnost preduzeća. Nisu obuhvaćena sva preduzeća, jer neka preduzeća nisu dostavila finansijske izveštaje, mnoga preduzeća nisu u sistemu dvojnog knjigovodstva, pojedina preduzeća su 2006. godine bila u procesu registracije, pojedina su bila u procesu likvidacije, a neka od njih nisu zavedena pod svojim matičnim brojem.

Limitiranost podataka Agencije za privredne registre. Iz Agencije za privredne registre se mogu dobiti podaci o sumarnim prihodima iz dostavljenih bilansa. Baza finansijskih izveštaja po šifri delatnosti nije kompletna.

Limitiranost podataka Republičkog zavoda za statistiku. Iz Zavoda za statistiku se mogu dobiti podaci o ukupnom prometu za Srbiju i veće teritorijalne jedinice na godišnjem i kvartalnom nivou. Projekcije ukupnog prometa su bazirane na slučajnom uzorku. Podaci koje pravna lica i preduzetnici dostavljaju Republičkom zavodu za statistiku su strogo poverljivi i upotrebljavaju se samo u statističke svrhe, zato nije dozvoljen pristup podacima o prometu pojedinačnih trgovinskih preduzeća. Jedan od ključnih problema kod ovih podataka je da preduzeće može biti registrovano u jednoj vrsti delatnosti, ali može ostvarivati promet i u drugim delatnostima. Na primer, Metro je registrovan pod šifrom delatnosti 51230 za trgovinu na velikom mesom i proizvodima od mesa. Isto tako, pravna lica, pre svega preduzetnici, koji su registrovani pod šifrom delatnosti 522 (specijalizovana trgovina na malo), mogu ostvarivati promet i u delatnosti 521 (nespecijalizovana trgovina na malo)¹³.

Limitiranost podataka Uprave javnih prihoda. Iz Uprave javnih prihoda se mogu dobiti podaci o prometu po kasama, objektima, teritorijama, preduzećima, preko GPS dostave podataka ili preko PDV prijave na kraju godine. Problem sa GPS dostavom je što je u 2006. godini, za koju je rađena analiza, samo 70% kasa bilo obuhvaćeno sistemom i što podaci o prometu mogu biti nepouzdana. Na primer, u decembru 2006. godine je evidentiran manji promet nego u prethodnom mesecu, što govori o nekomplet-

13 U obrascu Trg16 Republičkog zavoda za statistiku stoji sledeće: "U tabeli 1 prikažite u kojim sve delatnostima ostvarujete promet. Preduzeće uvek ima delatnost registrovanu po pretežnosti (upisuje se na ovoj strani), ali može se baviti i ostalim, sa spiska registrovanih delatnosti. Vaše preduzeće je izabrano u uzorak jer ostvaruje promet robe u trgovini na malo (šifru te delatnosti upisujete na drugoj strani), ali moguće je da ostvaruje promet i u drugim delatnostima, što ćete upisati u naznačenim kolonama."

nosti i nelogičnosti podataka. Problem sa PDV prijavom je što daje samo sumaran promet za čitavu delatnost trgovine na malo. Naravno podaci iz Uprave javnih prihoda su strogo poverljivi i, samim tim, nama nedostupni.

c. Rezultati merenja koncentracije na relevantnom tržištu

Korišćenjem gore navedenih izvora podataka, pre svega podataka o prihodima maloprodajnih preduzeća i radnji Centra za bonitet i Agencije za privredne registre, kao i pravljenjem neophodnih aproksimacija sa argumentovanom logikom, dobijeni su rezultati merenja koncentracije tržišta za izabrani scenario relevantnog tržišta. Sumarni podaci o prihodu u trgovini na malo u nespecijalizovanim prodavnicama, na pijaci i u *cash&carry* objektima, su prikazani na ilustraciji 4.

Ilustracija 4. Prihod u trgovini na malo u nespecijalizovanim prodavnicama, na pijaci i u *cash&carry* objektima

	Naziv	Prihod (000 din.)	Učešće
1.	Delta (Delta Maxi, Pekabeta i C market)	28.621.700	35,6%
2.	Merkator	3.049.400	3,8%
3.	Rodić	2.954.600	3,7%
4.	Veropoulos	1.896.000	2,3%
5.	Si Market	908.500	1,1%
6.	Jabuka	932.200	1,2%
7.	Idea	6.320.000	7,9%
8.	Višnjica	410.800	0,5%
9.	Ukupno za 161 preduzeće (52110) ¹	5.114.431	6,4%
10.	Ukupno za 191 preduzeće (52120)	3.606.363	4,5%
11.	Ukupno za 3863 nespecijaliz. radnje (52110 i 52120) ²	19.347.370	24,1%
12.	Pijaca	4.452.587	5,5%
13	Metro ³	2.783.812	3,5%
	Ukupno	80.397.763	100%

1 Pošto se raspolagalo podacima o prihodu 115 trgovinskih preduzeća, za ostalih 46 preduzeća je izvršena sledeća procena: pošlo se od pretpostavke da ta preduzeća u proseku ostvaruju mesečni prihod od 300.000 dinara (10.000 dinara dnevno), što je minimalan iznos koji omogućava pokriće svih troškova poslovanja (procena: 67.200 dinara je bilo potrebno 2006. godine da se pokrije plata jednog radnika, troškovi infostana, struje, zemljarine itd.), pokriće nabavne vrednosti realizovane robe i ostvarenje nešto marže od oko 17%.

2 Pošto se raspolagalo podacima o prihodu 496 radnji, za ostalih 3.367 radnji je izvršena je identična aproksimacija kao u slučaju nespecijalizovanih preduzeća.

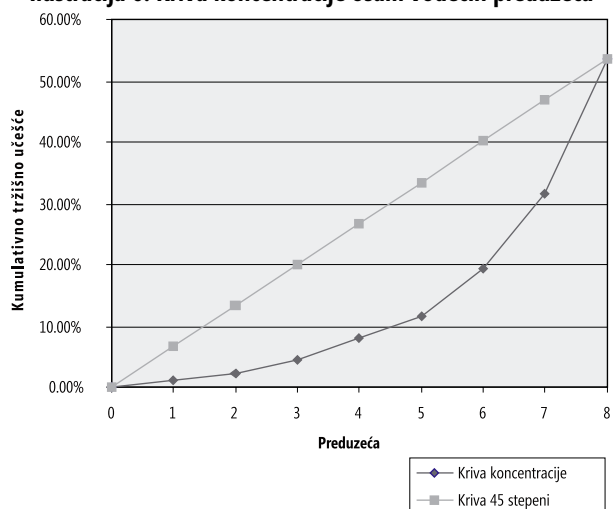
3 Pošto su 2006.godine u Srbiji postojala tri objekta Metro (2 u Beogradu i 1 u Kragujevcu), pošlo se od pretpostavke da se 2/3 ukupnog prihoda ove kompanije realizuje u Beogradu. Procena je da se od prihoda Metro objekata u Beogradu 1/3 ostvaruje u nespecijalizovanoj trgovini na malo.

Na bazi prikazanih podataka izračunati su pokazatelji koncentracije tržišta (Ilustracija 5) i dobijena je kriva koncentracije (Ilustracija 6).

Ilustracija 5. Indeksi koncentracije za relevantno tržište

Pokazatelji	Vrednost
HHi	1386,46
CR4	51%
Linda	0,84
Horvat	0,44
Rosenblat	0,13

Ilustracija 6: Kriva koncentracije osam vodećih preduzeća



Vrednost Herfindal-Hiršman indeksa od 1386,46 ukazuje da ne postoji prekomerna koncentracija na tržištu, odnosno da je tržište umereno koncentrisano.

Racio koncentracije četiri vodeća preduzeća (Delta, Merkator, Rodić, Idea) koji iznosi 51%, ukazuje na postojanje blagog oligopola na tržištu. Vrednost ovog pokazatelja nije ni blizu kritične vrednosti koja ukazuje na postojanje monopola.

Linda indeks, čija vrednost za ovako definisano relevantno tržište, iznosi 0,84, ukazuje da postoji neravnomernost raspodele ukupne tržišne moći između pojedinačnih tržišnih igrača. Rosenblat i Horvat indeks pokazuju da ne postoji ravnomerno tržišno učešće posmatranih preduzeća. Bitno je još jednom naglasiti da navedeni indeksi nisu u pravom smislu reči pokazatelji koncentracije tržišne moći, već pokazatelji (ne)ravnomernosti distribucije tržišne moći između tržišnih učesnika.

Na bazi dobijene krive koncentracije dobija se vrednost Gini koeficijenta od 0,4. Ova vrednost ukazuje na umerenu koncentrisanost tržišta i umerene disproporcije u raspodeli tržišne moći između tržišnih učesnika.

ZAKLJUČAK

U tržišnim privredama šaštita tržišta od preterane koncentracije je stara tema. Srbija je donela Zakon o zaštiti konkurencije i osnovala Komisiju za zaštitu konkurencije tek 2005., odnosno 2006. godine, respektivno.

U radu su detaljno opisane osnovne karakteristike regulatornog okvira u oblasti zaštite konkurencije. Dobra strana Zakona je što je u najvećoj meri usklađen sa opšteprihvaćenim načelima i dobrom praksom EU. Osnovna slabost regulatornog okvira je njegova neprilagođenost aktuelnom stanju u privredi Srbije. Druga značajna slabost regulatornog okvira je nekompletiranost koja se ogleda kroz nedovoljnu razrađenost bitnih zakonskih odrednica, recimo u vezi definisanja relevantnog tržišta proizvoda.

Nakon analize regulatornog okvira, u radu su detaljno analizirane prakse uporedivih antimonopolskih komisija u Evropi, koje su stavljene u odnos prema praksi naše Komisije. Posebno su izdvojene i analizirane britanska, evropska, hrvatska i bugarska komisija. Fokus je sužen na analizu prakse navedenih komisija na području definisanja relevantnog tržišta u grani prehrambene maloprodaje. Na bazi ove analize su izvedeni jaki kvalitativni argumenti za definisanje relevantnog tržišta prehrambene maloprodaje Beograda.

Pokazano je da merenje koncentracije tržišta zahteva da se istraživač prethodno detaljno upozna sa stanjem i bitnim trendovima u sektoru prehrambene maloprodaje Beograda. Izdvojena su tri ključna trenda od značaja za definisanje relevantnog tržišta i merenje koncentracije tržišta. U pitanju su promena strukture prodajnih formata, promena strukture prodajnog asortimana i promene navika potrošača. Zapaženo je da se poslednjih godina menja struktura prodajnih formata u korist moderne trgovine i velikih prodajnih objekata. Međutim, istraživanje tržišta je pokazalo da je još uvek dominantno učešće tradionalne trgovine u ukupnom prometu prehrambene maloprodaje. Takođe je pokazano da je učešće osnovnih prehrambenih proizvoda najveće u ukupnom prometu maloprodajnih objekata s tim da se ovo učešće postepeno smanjuje zbog rasta učešća prehrambenih proizvoda većeg stepena dodate vrednosti i tzv. *nonfood* asortimana. Promene navika urbanih potrošača su očigledne. Težnja je da se smanjuje broj kupovina i da se povećava vrednost pro-

sečne kupovine. Međutim, istraživanje tržišta je pokazalo da urbani potrošači i dalje preferiraju da kupuju u tradicionalnim radnjama „na čošku“, bez obzira što su skuplje. Pokazano je da je tržište prehrambene maloprodaje još uvek u fazi rasta i očekuje se da se u narednih 20 godina ovo tržište uveća za dva do tri puta.

Autori su predložili relevantno tržište koga čine nespécializovane trgovinske radnje i preduzeća, pijace i *cash&carry* prodajni objekti preduzeća Metro. Uključivanje pijaca u relevantno tržište prehrambene maloprodaje se može braniti aktuelnim navikama potrošača Beograda da sveže voće, povrće i jaja najvećim delom kupuju na pijacama, kao i argumentom visoke gustine pijaca i tezgi. Metro je uključen u relevantno tržište, jer je očigledno da predstavlja direktnog konkurenta velikim prodajnim formatima, koji nisu zvanično registrovani za trgovinu na veliko. *Cash&carry* prodaja predstavlja deo relevantnog tržišta prehrambene maloprodaje zbog svojih specifičnosti u odnosu na klasičnu veleprodaju, kao što su značajno manji iznos prosečne kupovine, veliki broj pojedinačnih kupaca koji plaćaju gotovinom i dolaze sopstvenim prevozom u kupovinu, mogućnost pristupa pojedinačnih kupaca objektu uz karticu koja se jednostavno dobija.

U radu su korišćeni podaci o prihodima pravnih lica i preduzetnika, koji su dobijeni iz Centra za bonitet Narodne banke Srbije ili iz Agencije za privredne registre. Prilikom obrade ovih podataka javilo se više problema: (1) dobijeni podaci predstavljaju sumarne podatke poslovanja preduzeća (ili radnji) na ukupnom nivou, a ne posebno za svaku teritoriju na kojoj su obavljali svoju trgovinsku delatnost; (2) preduzeća (ili radnje) su zavedena pod šifrom delatnosti, koja ne odražava njihovu preovlađujuću delatnost, jer je moguće da ostvaruju prihod i u drugim delatnostima; (3) podacima nisu pokrivena sva preduzeća i veliki broj radnji, zbog čega je rađena logička aproksimacija.

Analizom dobijenih podataka i izračunavanjem indeksa koncentracije tržišta, došlo se do sledećih rezultata:

- Vrednost prihoda na relevantnom tržištu Beograda u 2006. godini se kretala oko 80,4 milijardi dinara.
- Na osnovu vrednosti pokazatelja CR4, zaključujemo da su u 2006. godini četiri najveće trgovine (Delta, Merkator, Rodić, Idea) zajedno apsorbivale oko 51% relevantnog tržišta.
- Među ovim preduzećima najveće učešće od 35,6% je imao prehrambeni biznis sistema Delta (Delta Maxi, C Market i Pekabeta).
- Vrednost Herfindal-Hiršmanovog indeksa od 1386,46 ukazuje da na tržištu Beograda 2006. godine nije postojala prekomerna koncentracija, odnosno da je tržište Beograda u ovom periodu bilo umereno koncentrisano.
- Vrednost Gini koeficijenta od 0,4 takođe pokazuje da je tržište Beograda 2006. godine bilo umereno koncentrisano i da je postojala umerena disproporcija u raspodeli tržišne moći.
- Linda, Rosenblat i Horvat indeks, čije vrednosti za ovako definisano relevantno tržište, iznose redom 0,84, 0,44 i 0,13 ukazuju na neravnomernu distribuciju tržišnih učešća između posmatranih preduzeća.

Interesantno je da se rezultati našeg istraživanja ne poklapaju sa kvalifikacijama Komisije za zaštitu konkurencije Republike Srbije.

LITERATURA

1. Cerovac, M. (2004): *Postupak ocjene dopuštenosti koncentracija poduzetnika: mjere koje mogu propisati antimonopolska tijela*, Agencija za tržišno natjecanje, Zagreb.
2. Cotterill, R.W. (2007): *Market Definition and Market Power in the British Supermarket Industry*, Expert Report, October 10, 2007, Cotterill Economics.
3. Competition Commission (2000): *Supermarkets: A report on the supply of groceries from multiple stores in the United Kingdom*, Presented to Parliament by the Secretary for Trade and Industry.
4. Competition Commission (2007): *Groceries market provisional findings*, News release, October 31, 2007.
5. Djuričin, D. i Lončar, D. (2007): *Menadžment pomoću projekata*, Ekonomski fakultet, Beograd.
6. European Commission (1996): *Commission Decision of 20 November 1996, Case No IV/M.784 - Kesko/Tuko*.
7. European Commission (1999): *Commission Decision of 3 February 1999, No 4064/89, Case No IV/M.1221 - Rewe/Meinl*.
8. European Commission (2005): *Commission Decision of 22 December 2005, No 139/2004, Case No COMP/M.3905 - Tesco/Carrefour*.
9. Horvat, J. (1970): *A Suggestion for a Comprehensive Measure of Concentration*, *Southern Economic Journal*, XXXVI, 4, 446-452.
10. Hrvatska agencija za zaštitu tržišnog natjecanja (2003):

- Odluka u predmetu ocene dopuštenosti koncentracije Konzum/Alastor.
11. Hrvatska agencija za zaštitu tržišnog natjecanja (2005): Odluka u predmetu ocene dopuštenosti koncentracije Konzum/PIK Vrbovec.
 12. Komisija za zaštitu konkurencije (2007): Rešenje povodom odobrenja koncentracije Primer C/C market od 16.11.2007. godine, broj 6/0-02-138/07-15.
 13. Linda, R. (1976): *Methodology of Concentration Analysis Applied to the Study of Industries and Markets*, Commission of E.E.C., Brussels.
 14. Rosenbluth, G. (1961): *Gesprach iiber Messung der Industriellen Konzentration*, in *Die Konzentration in der Wirtschaft*, (Arndt ed.), Berlin.
 15. Skopljak, Z. (2007): *Godinu dana rada Komisije za zaštitu konkurencije*, *Kvartalni monitor*, br. 8, str. 65-71.
 16. Službeni glasnik Republike Srbije broj 79/05.
 17. Službeni glasnik Republike Srbije broj 94/05.
 18. Službeni glasnik Republike Srbije broj 28/06.
 19. *The Nielsen Company (2007): Shopper trends.*
 20. *US Department of Justice (1992): Horizontal Merger Guidelines.*
- Internet izvori
1. <http://www.bgpjace.co.yu/>
 2. <http://webrzs.statserb.sr.gov.yu/>
 3. <http://www.apr.sr.gov.yu/>
 4. <http://www.gfk.co.yu/>
 5. <http://www.kzk.org.yu/>
 6. <http://www.pks.co.yu/>
 7. <http://www.kombeg.ogr.yu/>
 8. <http://www.aztn.hr/>
 9. <http://www.cpc.bg/>



Dragan Đuričin

redovan profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu na predmetima Strategijski menadžment i Upravljanje projektima (diplomske studije) i Poslovna strategija i Strategijske finansije (poslediplomske studije). Kao konsultant Deloitte radi od 1994. godine, a od 2007. godine je izabran za predsednika. Predsednik je Saveza ekonomista Srbije. Bio je gostujući profesor Univerziteta u Veneciji i profesor Fulbright fondacije. Napisao je preko deset knjiga iz oblasti strategijskog menadžmenta, upravljanja projektima i ekonomike tranzicije. (Bio) je član odbora direktora: Metalac, Sintelon-Tarkett, Apatinska pivara-InBev, Hypo Alpe Adria Bank, Imlek, ABS Holdings i Institut za kardiovaskularne bolesti Dedinje



Vesna Rajić

je rođena u Čačku 1974. godine. Završila je Matematički fakultet u Beogradu 1997. godine, gde je i magistrirala 2002. godine, na smeru Verovatnoća i statistika. Doktorirala je 2007. godine na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, na kome radi kao nastavnik na predmetu Osnovi statističke analize. Trenutni fokus njenih istraživanja su statistički metodi ponovljenih uzoraka i njihova primena u oblasti osiguranja imovine. Druga područja istraživanja su nelinearni modeli vremenskih serija i mogućnosti njihovih primena, kao i multivarijaciona analiza. Rezultate svojih naučnih istraživanja predstavila je u brojnim naučnim radovima i referatima na relevantnim domaćim i međunarodnim konferencijama.



Dragan Lončar

je rođen u Beogradu 1978. godine. Završio je Ekonomski fakultet u Beogradu 2001. godine, magistarske studije iz oblasti menadžmenta na Univerzitetu Kembridž u Velikoj Britaniji 2003. godine, da bi doktorirao 2007. godine na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, na kome radi kao nastavnik na predmetima Strategijski menadžment i Upravljanje projektima na osnovnim studijama, kao i na predmetu Analiza tržišta na master kursu Strategijski finansijski menadžment. Trenutni fokus njegovih istraživanja je na metodologiji finansijske evaluacije projekata. Druga područja istraživanja su analiza tržišta, strategijsko planiranje, teorija odlučivanja, korporativno upravljanje, korporativna socijalna odgovornost i upravljanje rizicima. (Ko)autor je dvadeset istraživačkih studija i članaka i desetak komercijalnih projekata.