

## Opis projekta sa očekivanim rezultatima

Osnovna intencija istraživača predloženog naučnoistraživačkog projekta je procijeniti kauzalne odnose i veze između faza poslovnog ciklusa i strukture finansiranja preduzeća zemalja koje su prema klasifikaciji relevantnih međunarodnih institucija označene kao tranzicijske zemlje, odnosno rastuća tržišta.

Analiza cikličnosti ekonomskih veličina je predmet interesovanja ekonomista već dugo vremena. Razlog iskazanog interesa za istraživanjem cikličnih kretanja su brojne krize koje su zabilježene u Evropi i Americi u XIX i prvoj polovini XX vijeka, posebno u periodu 1815-1939. godine. Razumijevanje koncepta poslovnih ciklusa zahtijeva poznavanje načina organizovanja i funkcionisanja privrednih odnosno ekonomskih sistema. Uzroci poslovnih ciklusa su neodvojivi od funkcionisanja tržišne ekonomije. Razvijene su brojne teorije o uzrocima cikličnih fluktuacija realne ekonomije, koje se uglavnom temelje na stavu da ciklična kretanja mogu biti uzrokovana egzogenim ili endogenim poremećajima i šokovima, što je opet direktno povezano sa mogućom primjenom regulativnih mehanizama i državnih propisa za ublažavanje negativnih posljedica poslovnih ciklusa.

U širem smislu, postoje dva načina obuhvata i proučavanja poslovnih ciklusa, ili da se analiziraju kompletni ciklusi ili da se prati ponašanje ekonomskih pokazatelja tokom nepotpunih faza tako da se poređenjem trenutne kontrakcije i ekspanzije sa odgovarajućim fazama iz prošlosti procjenjuju trenutni ekonomski odnosno tržišni uslovi. Historijskim praćenjem i proučavanjem cikličnih fluktuacija mogu se utvrditi glavna obilježja i trajanje pojedinačnih faza i cijelog ciklusa po pojedinim ekonomijama.

Makroekonomska teorija se bavi proučavanjem poslovnih ciklusa tražeći odgovor na pitanje zašto postoje fluktuacije ukupne ekonomske aktivnosti. Pored razmatranja cikličnosti u okvirima makroekonomske teorije, za praćenje i proučavanje ciklusa važna je statistička odrednica ciklusa koja podrazumijeva primjenu dekompozicionih modela vremenskih serija kako bi se izolirala komponenta koja označava ciklično kretanja.

Središnje mjesto u analizi klasičnih poslovnih ciklusa je upravo identifikacija tačaka zaokreta koje razdvajaju fazu recesije od faze ekspanzije i obratno. Određivanje obrtnih tačaka ciklusa zahtijeva primjenu odgovarajućih procedura koje prepoznaju lokalne maksimume (vrh) i lokalne minimume (dno) u toku analizirane serije i daju informacije o mjernim karakteristikama ciklusa, kao što su: intenzitet osciliranja mjeren amplitudom ciklusa, dužina ciklusa, asimetričnost

ciklusa i sl. Nacionalni biro za ekonomska istraživanja SAD-a (NBER)<sup>1</sup> označava početak faze recesije kada nivo realnog bruto domaćeg proizvoda<sup>2</sup> opada u dva ili više uzastopnih tromjesečja i suprotno za početak faze ekspanzije potrebno je identificirati rast realnog bruto domaćeg proizvoda u dva uzastopna tromjesečja.

Predviđanje budućih fluktuacija privrednih kretanja zahtijeva praćenje i analizu velikog broja različitih ekonomskih veličina i podataka. Zbog izrazitih nepravilnosti ekonomskih fluktuacija, predviđanje budućih promjena je vrlo teško uraditi s velikom preciznošću. Zato se pristupa detaljnom ispitivanju ekonomskih fenomena kako bi se uočili neki signali budućih kretanja makroekonomskih varijabli. U tom kontekstu, od posebne važnosti je prepoznavanje faza poslovnog ciklusa, odnosno detekcija tačaka zaokreta. Predviđanje tačaka zaokreta je vrlo zahtjevno jer nijedna formalna metoda nije pouzdana kao univerzalan algoritam za predviđanje svih recesija ili svih ekspanzija. Pogrešni signali u procjeni cikličnih kretanja nisu bili rijetka pojava u prošlosti, tako da su mnoge procjene tačaka zaokreta ciklusa bile osporene. Za identifikaciju trenutne faze ciklusa koristi se kretanje odabrane referentne serije, pa se do informacija o kretanju ostalih makroekonomskih varijabli dolazi uz pomoć stepena sinhronizacije ovih varijabli s promjenama referentne serije. Za referentne serije biće odabrane vremenske serije o ostvarenoj industrijskoj proizvodnji, a zatim će se precizno provjeriti vremenska usaglašenost nastupanja tačaka zaokreta ili kvantificirati vrijeme prethođenja/zaostajanja cikličnih zaokreta relevantnih serija shodno karakteru proizvoda preduzeća i tržišta proizvoda u odnosu na ciklični obrazac referentne serije.

Kombinaciju različitih izvora finansiranja preduzeća nazivamo strukturom kapitala. Struktura kapitala odnosno izvora finansiranja preduzeća je dakle kombinacija određenih vrsta duga, internih izvora i vlasničke glavnice i na finansijskom menadžeru je da odabere odgovarajuću kombinaciju kako bi maksimizirao ukupnu vrijednost preduzeća.

Pitanje odabira strukture finansiranja preduzeća te faktora koji utječu na tu strukturu još uvijek je neriješeno pitanje u finansijskoj teoriji. Naime, još od objavljivanja članka Modigliani i Millera<sup>3</sup> ekonomisti pokušavaju odgovoriti na pitanje u kojim uslovima je struktura kapitala

---

<sup>1</sup> The National Bureau of Economic Research (NBER) je vodeća, nevladina institucija za praćenje i datiranje cikličnih kretanja u SAD-u. U okviru NBER-a djeluje Business Cycle Dating Committee za vođenje hronologije cikličnih fluktuacija američke ekonomije. U skladu sa usvojenom metodologijom NBER-a, Business Cycle Dating Committee označava vrijeme početka i završetka pojedinih faza ciklusa, koji se tretiraju kao službene vremenske odrednice ciklusa.

<sup>2</sup> Pored promjena realnog bruto domaćeg proizvoda, za detekciju faza ciklusa realne ekonomije poželjno je koristiti kombinaciju makroekonomskih pokazatelja, odnosno odgovarajućih pokazatelje robnih i finansijskih tržišta. Kombinacija pokazatelja se može promijeniti u zavisnosti od konkretnih okolnosti.

<sup>3</sup> Modigliani F., Miller M. H., „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment“, *The American Economic Review*, Vol. 48, No 3, June 1958.

odnosno izvora finansiranja preduzeća važna. Kao rezultat takvih nastojanja razvilo se mnoštvo različitih teorija strukture kapitala koje se, uzimajući u obzir njihov fokus, mogu podijeliti na: teoriju Modigliani i Millera, teoriju izbora, teoriju agencijskih troškova, teoriju hijerarhije, teoriju signaliziranja, a u novije vrijeme pojavila se teorija tržišnog tajminga kao i teorije koje strukturu kapitala analiziraju sa aspekta karakteristika proizvoda preduzeća i tržišta proizvoda.

Uporedo sa teorijskim nastojanjima objašnjenja ovog problema brojne studije su pokušale na primjeru preduzeća u pojedinim zemljama odgovoriti na pitanje važnosti odabira odgovarajuće strukture finansiranja te izdvojiti faktore koji u tom odabiru igraju presudnu ulogu. Međutim, većina tih studija se bavila preduzećima iz SAD, Velike Britanije, Japana i generalno razvijenih zemalja Zapadne Evrope. Veoma malo je studija koje su pokušale analizirati preduzeća u tranzicijskim zemljama.

Tranzicijske zemlje imaju mnoge specifičnosti – mnoga, danas privatna, preduzeća su ranije bila državna i kao takva su naslijedila različite korporativne strategije; tržišta kapitala u većini tih zemalja su slabije razvijena a banke su glavni nosioci finansijskog sistema zbog čega preduzeća u ovim zemljama imaju ograničene mogućnosti zaduživanja i veća ograničenja u donošenju finansijskih odluka.

Jedan od ciljeva ovog projekta je istražiti praksu određivanja strukture izvora finansiranja preduzeća u BiH i Crnoj Gori. Posebna pažnja bit će posvećena analizi utjecaja pojedinih pokazatelja poput profitabilnosti preduzeća, strukture aktive, stepena rasta i slično i njihovog utjecaja na odabir strukture finansiranja.

Utjecaj pojedinih faktora i problem odabira odgovarajuće strukture finansiranja će potom biti analiziran i u kontekstu poslovnih ciklusa gdje će se pokušati odgovoriti na pitanje kako pojedine faze ciklusa djeluju na odabir izvora finansiranja odnosno na zaduženost preduzeća. Naime, u studijama koje su dosada objavljivane analiza se uglavnom bavila utjecajem faktora sa nivou preduzeća na odabir strukture izvora finansiranja dok će se ovaj projekt baviti skoro pa neistraženom temom utjecaja poslovnih ciklusa na izvore finansiranja odnosno zaduženost preduzeća.

Ovaj projekt bi, kako je već rečeno, trebao ukazati i na to kakvu strukturu finansiranja imaju preduzeća u BiH i Crnoj Gori, šta utječe na nju te se usporedbom sa preduzećima u EU može doći do zaključaka o tome ima li sličnosti u praksi finansiranja između preduzeća u BiH i Crnoj Gori i onih u Evropskoj Uniji te šta bi se od onoga svojstvenog praksi finansiranja preduzeća u EU moglo primijeniti i u slučaju preduzeća BiH i Crne Gore.

Mnoge studije na prostoru zemalja Evropske Unije su pokazale da mala i srednja preduzeća smatraju pristup finansiranju jednim od svojih najvećih problema. Pošto se većina preduzeća na prostoru BiH i CG uklapaju u definiciju malih i srednjih preduzeća rezultati do kojih ćemo doći bi trebali ukazati i na to u kojoj mjeri preduzeća u BiH i Crnoj Gori dijele probleme preduzeća zemalja EU u pogledu finansiranja.

**Metode istraživanja:** Teorijska osnova istraživanja su ekonomske teorije koje se bave cikličnim kretanjima, te strukturom kapitala preduzeća, rezultati ranijih empirijskih istraživanja, članci, radovi, rezultati studija, te sekundarni podaci iz publikacija različitih nacionalnih i internacionalnih udruženja i organizacija.

U okvirima metodoloških i aplikativnih razmatranja, prevashodno za definisanje modela procjene kauzalnosti faza poslovnog ciklusa i strukture finansiranja preduzeća biće korištena metoda modeliranja. Korištenjem metoda deskriptivne statistike, utvrdiće se temeljne karakteristike vremenskih serija (mjere centralne tendencije i njihova adekvatnost, oblik rasporeda elemenata serija). Od statističkih modela biće korišten model vektorske autoregresije (VAR) i model višestruke linearne regresije.

Jednačine međusobnih odnosa odabranih varijabli i detekcija pojedinih faza ciklusa, kao i parametri VAR modela biće procjenjeni primjenom programskog paketa EVIEWS5, BUSSY, IBM SPSS Statistics21 i drugih raspoloživih softverskih paketa.