

UTICAJ DIMENZIJA KONCEPTA OKRUŽENJA, DRUŠTVENOG I UPRAVLJAČKOG ASPEKTA POSLOVANJA NA PERFORMANSE POSLOVANJA FINANSIJSKIH INSTITUCIJA U REPUBLICI SRBIJI

Nikola Radivojević

Academija strukovnih studija Šumadija
Kragujevac, Srbija

radivojevic034@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0002-6137-4431>

Sanja Dončić

Beogradska akademija poslovnih i umetničkih strukovnih studija
Beograd, Srbija

sanja.doncic@bpa.edu.rs, <https://orcid.org/0000-0002-9300-8284>

Željko Dević

Akademija strukovnih studija kosovsko metohijska, odsek Peć – Leposavić
Leposavić, Srbija

zeljkodv@gmail.com, <https://orcid.org/0000-0001-8989-0094>

Apstrakt

Uticaj implementacije osnovnih principa/dimenzija koncepta ESG na finansijske performanse finansijskih institucija predmet je proučavanja ovog rada. Istraživanje je sprovedeno na primeru šest banaka i četiri osiguravajuća društva, koja posluju u Republici Srbiji. Istraživanje obuhvata period od 2010. do 2024. godine. U radu je korišćena analiza panel podataka primenom analize panel podataka. Ocene parametara modela dobijene su primenom tri ocenjivača panel podataka. Nalazi ukazuju da samo zaštita životne sredine kao dimenzija ESG ima pozitivan uticaj na performanse banaka i osiguravajućih društava u Republici Srbiji, dok ostale dve dimenzije koncepta nemaju statistički značajan uticaj na finansijske performanse.

Ključne reči: ESG koncept, banke i osiguravajuća društva, finansijske performanse, Republika Srbija

THE INFLUENCE OF THE DIMENSIONS OF THE ENVIRONMENTAL CONCEPT, SOCIAL AND MANAGEMENT ASPECTS OF BUSINESS ON THE BUSINESS PERFORMANCE OF FINANCIAL INSTITUTIONS IN THE REPUBLIC OF SERBIA

Abstract

This study examines the impact of implementing the core principles and dimensions of the ESG concept on the financial performance of financial institutions. The analysis focuses on six banks and four insurance companies operating in the Republic of Serbia over the period 2010–2024. Panel data methods were employed to explore causal relationships, with parameter estimates obtained using three panel data estimators. The results reveal that among the ESG dimensions, only environmental protection exerts a positive and statistically significant



influence on the financial performance of banks and insurance companies in Serbia, whereas the social and governance dimensions show no significant effects.

Keywords: ESG concept, banks and insurance companies, financial performance, The Republic of Serbia

UVOD

Globalizacija je rezultat liberalizacije tržišta, tehnološkog napretka i povećane međuzavisnosti nacija. Jedna od odlika savremenog poslovanja ogleda se u čestoj, preteranoj i nekontrolisanoj eksploataciji resursa, te otuda jedan od prioriteta društva jeste promocija održivog načina poslovanja. Brojna istraživanja pokazuju na pozitivnu korelaciju između performansi poslovanja i prihvatanja koncepta održivog načina poslovanja (Plewa, 2018; Prieto et al., 2020; Wu et al., 2020; Radivojević et al., 2022; Pimić et al., 2024). Pozitivni efekti od primene takvog načina poslovanja primarno se reflektuju u unapređenju imidža i reputacije, što se preko povećanja potražnje za proizvodima i uslugama u krajnjoj instanci reflektuje u unapređenju konkretnosti i položaja na tržištu (Staboulis & Zarotiadis, 2015). Takođe, dobro je dokumentovana pozitivna korelacija između položaja na tržištu i uspeha poslovanja (Ćurčić et al., 2020; Guan et al., 2023; Zastempowski & Cyfert, 2023). U nastojanju da iskoriste prednosti od implementacije koncepta održivog poslovanja, danas i finansijske institucije nastoje da u svoje poslovne strategije ugrade prakse koje podržavaju i promovišu ovakvo poslovanje. Takmičenje u implementaciji ovih praksi stvara jaku potrebu za primenom inovativnih pristupa u formiranju metodološke i primenjene podrške za strateško upravljanje širenjem poslovanja (Panchenko et al., 2024). Bankama i drugim finansijskim institucijama, danas, su na raspolaganju brojni koncepti, počev od konceptata zaštite životne sredine, bezbednosti i zdravlja (EHS - *Environment, Health, Safety*) i staklene bašte (GHG - *Greenhouse Gas*), pa preko koncepta ciljeva održivog razvoja (SDGs - *Sustainable Development Goals*) sve do korporativne društvene odgovornosti (SSR - *Corporate Social Responsibility*).

Koncept koji u sebi integriše osnovne principe pomenutih konceptata poslovanja u skladu sa principima održivog razvoja jeste, tzv. koncept okruženja, društvenog i upravljačkog aspekta poslovanja (ESG) (Gunnarapong et al., 2024). Iako je široj javnosti ovaj koncept poznat pod nazivom ESG standardi, treba istaći da nije reč o standardima u pravom smislu te reči, već da postoji skup različitih okvira, metodologija i standarda koji se koriste za definisanje kriterijuma po kojima se mere, obelodanjuju i procenjuju ESG performanse. Jednostavno rečeno, to je koncept koji promovise da kompanije pri upravljanju svojim poslovanjem moraju da uvažavaju sve faktore koji se tiču životne sredine, socijalnih i upravljačkih pitanja, a koje investitori razmatraju prilikom ulaganja, u pogledu rizika, uticaja i prilika koje ovi faktori nose (International Finance Corporation, 2021). Koncept je nastao iz potrebe da se sagleda kako kompanije utiču na prirodno okruženje, kako njihovo poslovanje utiče na lokalnu zajednicu i zaposlene, kao i to kako kompanije donose poslovne odluke uvažavajući etička pitanja. Koncept je nastao pod motom "Ko mari, taj pobeđuje", sugerišući da će kompanije imati koristi od poštovanja principa održivog poslovanja. Koncept omogućava da se u potpunosti obuhvate sve vrednosti koje kompanije

kreiraju ili uništavaju. Na taj način moguće je sagledati odgovornosti kompanija koje imaju za upravljanje ekološkim i društvenim rizicima. Budući da koncept propisuje niz standarda performansi i metodologiju korporativnog upravljanja koja postavlja pristup za evaluaciju i unapređenje korporativnog upravljanja, to ESG faktori predstavljaju dobre pokazatelje za procenu kako kompanije identifikuju nefinansijske rizike, kao i da li razvijaju odgovarajuće strategije za redukovanja ESG rizika.

Opšte posmatrano ESG koncept obuhvata tri dimenzije poslovanja: zaštitu životne sredine; društvenu odgovornost i dobro upravljanje, pri čemu svaka od ovih dimenzija razmatra se kroz jednu od pet pod-dimenzija. Tako zaštita životne sredine tretira se kroz klimatske promene, očuvanje resursa, zagađenje voda i vazduha i zaštitu biodiverziteta. Društvena odgovornost se tretira kroz uslove rada, inkluziju, zaštitu i bezbednost, ljudska prava i angažovanost u lokalnoj zajednici, dok se treća dimenzija razmatra kroz strukturu organa upravljanja, kontrolu upravljanja rizicima, etičkom kodeksu, tretiranje korupcije i transparentnost izveštavanja.

Poštovanje standarda i principa ESG koncepta omogućava bankama i drugim finansijskim institucijama unapređenje poslovanja kroz efikasnije upravljanje rizicima koja se tiču pre svega radnih uslova i zaštite i bezbednosti na radu zaposlenih, korporativnim upravljanjem, etičkim pitanjima i sl. To što se fokusira na održivo poslovanje doprinosi unapređenju poslovanja kroz efikasnije upravljanje u lancu kreiranja vrednosti, smanjenju troškova i resursa, te povećanju produktivnosti. Opšte je poznato da banke i druge finansijske institucije koje su prepoznate kao društveno odgovorne atraktivnije su za privlačenje lojalnih klijenta i kvalitetnijih ljudskih resursa (Dekoulou, 2023). Posebno dobar uticaj na postignuća zaposlenih u finansijskom sektoru ima, tzv. zeleno upravljanje ljudskim resursima (GHRM - *Green human resource management*) (Yahya & Zargar, 2023).

Međutim, uprkos pozitivnim stavovima o uticaju ESG na performanse, implementacija ovog koncepta još uvek je nedovoljno istražena u finansijskom sektoru. Posebno je to slučaj u zemljama u razvoju, kao što je Republika Srbija. Pitanje koje se postavlja jeste da li sve dimenzije koncepta imaju značajan uticaj na performanse poslovanja finansijskih institucija u zemljama u razvoju imajući u vidu specifičnosti uslova poslovanja na tržištima kapitala zemalja u razvoju. Otuda, cilj ovog rada jeste da se ispita uticaj ESG, odnosno dimenzija koncepta, na performanse poslovanja banaka i osiguravajućih društava koja posluju u Republici Srbiji. Potreba za istraživanjem ovog predmeta tim pre je što je stručna i akademska javnost podeljena u vezi efekata implementacije pojedinih koncepata održivog razvoja na performanse finansijskih institucija (Chetty et al., 2019; Wu et al., 2020). Istraživanje je zasnovano na teoriji dobrovoljnog otkrivanja informacija, koja nastoji da objasni zašto kompanije biraju da otkrivaju informacije izvan onoga što je propisano zakonima (Leftwich et al., 1982). Prema ovoj teoriji, kompanije se bave dobrovoljnim otkrivanjem informacija kako bi smanjile asimetriju informacija sa zainteresovanim stranama, čime se smanjuju troškovi agencije.

PREGLED LITERATURE

Nema jedinstvenog stava u pogledu uticaja koncepata održivog poslovanja na performanse poslovanja finansijskih institucija. Identična je situacija i kada je u pitanju uticaj samog ESG koncepta. Sva istraživanja moguće je podeliti u tri grupe. Prvi grupu čine istraživanja koja sugerišu pozitivan uticaj ESG na performanse poslovanja banaka i drugih finansijskih institucija. Takva istraživanja sprovedi su Novokmet & Rogošić, (2016), Ahmed et al. (2018), Buallay (2019), Miralles-Quirós et al. (2019), Chang et al. (2021), Hanić et al., (2021), Gholami et al. (2022) i Stakić & Barjaktarović (2023). Nalazi ovih autora ukazuju na pozitivan uticaj implementacije ESG na performanse poslovanja banaka i drugih finansijskih institucija. Opravdanje za ovo pronalaze u smanjenju asimetrije informacija između institucija i stejkholdera, što dovodi do smanjenja agencijskih troškova i unapređenja reputacije i imidža finansijskih institucija. Nasuprot ovim istraživanjima nalaze se istraživanja koja ukazuju na negativan uticaj implementacije ESG na performanse poslovanja banaka i drugih finansijskih institucija. Primer takvog istraživanja jeste studija koju su sprovedi Tommaso i Thornton (2020). Rezultati njihovog istraživanja ukazuju da ESG ima negativan uticaj na uspeh poslovanja i vrednost banaka. Ovo opravdavaju činjenicom da ESG inicijative često dovode do prekomernog ulaganja u nisko produktivne alternative. Na taj način vrši se neefikasna alokacija ograničenih resursa, što za posledicu ima negativan uticaj na performanse i vrednost banaka. Slične nalaze istraživanja predstavili su i Gunnarapong et al. (2024) koji su i odnos između ESG i performansi uvrstili i modelirajući uticaj rezervi za gubitke po kreditima (loan loss reserves), dok Kurniawan i Kim (2023) ističu da ESG performanse nemaju uticaj na uspeh poslovanja banaka.

Između ove dve grupe istraživanja mogu se svrstati istraživanja koja ukazuju da uticaj ESG na performanse banaka i drugih finansijskih institucija može se opisati krivom U oblika. Ovo znači da se uticaj ESG na performanse finansijskih institucija menja i zavisi od perioda posmatranja. Azmi et al. (2021) i Ersoy et al. (2022) pokazuju pozitivan uticaj ESG performansi na performanse banaka i obratno važi. Ovaj uticaj Chiaromonte et al. (2022) posebno naglašavaju u uslovima ekonomske krize. U takvim okolnostima visoke ESG performanse imaju jak negativan uticaj na vrednost banaka i performanse poslovanja finansijskih institucija. Snažan negativan uticaj ESG performansi na performanse finansijskih institucija u uslovima pandemije Covid-19 dokumentovali su Yuen et al. (2022). Sa druge strane, Danisman (2022) naglašava važnu vezu između ESG performansi i performansi akcije, posebno u kontekstu pandemije Covid-19. Ovakav nalaz opravdava stavom da su banke sa višim ESG performansama bile otpornije na tržišne volatilnosti jer se odlikuju boljim praksama upravljanja rizicima, kao i da se fokus stejkholdera u uslovima kriza pomera ka društveno odgovornim ulaganjima.

Ovim istraživanjima treba dodati i studije koje su pokazale da različite dimenzije ESG imaju različit uticaj na performanse finansijskih institucija. Tako Shakil et al. (2019) ističe da dimenzija ESG koja se tiče životne sredine i društvene odgovornosti imaju pozitivan uticaj na performanse poslovanja banaka, dok upravljanja ne utiču na ROA

banaka. Miralles-Quirós et al. (2019) ističu da dimenzija ESG koja se tiče životne sredine i upravljanja imaju pozitivan uticaj na vrednost finansijskih institucija. Oni nisu pronašli uticaj društvene odgovornosti na uspeh poslovanja finansijskih institucija. U kontekstu ovih nalaza jeste stav Buallay (2019) koji ističe da ESG mora da bude značajno povezan sa performansama banke i drugih finansijskih institucija, ali da ta veza varira u zavisnosti da li se procenjuje pojedinačni uticaj dimenzija ESG i zajednički uticaj. Iz tog razloga važno je ispitati uticaj svake dimenzije ESG na performanse banaka i drugih finansijskih institucija, ali uz uvažavanje njihovog međusobnog sudejstva. To znači da se njihov uticaj mora ispitivati simultano.

METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

Podaci su prikupljeni na osnovu zvaničnih, javno objavljenih izveštaja o poslovanju finansijskih institucija, za period od 2010. do 2024. godine, a na osnovu uzorka od šest banaka i četiri osiguravajuća društva.

Prema Kratkom vodiču kroz ESG (2023), uticaj ESG na uspeh poslovanja treba posmatrati kroz tri dimenzije ESG: zaštita životne sredine; društvena odgovornost i dobro upravljanje. S obzirom na to da još uvek ne postoje univerzalni i opšte prihvaćeni kriterijumi iskazivanja i merenja ispunjenosti ovih dimenzija, te činjenice da spomenutim vodičem propisani su samo aspekti koji se tiču ovih dimenzija, podaci su prikupljeni na taj način što je primenjena analiza sadržaja na objavljene godišnje izveštaje u kojima su izneti podaci o dimenzijama koncepta. Preciznije govoreći, ovakav pristup primenjen je na dve dimenzije: zaštita životne sredine i dobro upravljanje. Primenom tehnike kodiranja, kvalitativni podaci su transformisani u binarnu promenljivu i to (1) ukoliko u izveštaju postoji podatak o barem jednoj poddimenziji, dimenzija ESG koncepta, odnosno (0) ukoliko ne postoji. U slučaju dimenzije društvene odgovornosti korišćen je pristup razvoja indeksa društveno odgovornog ponašanja finansijskih institucija predstavljen od strane Marić (2024). Pristup se zasniva na metodologiji koju su predstavili Montecchia et al. (2016).

Kako je društveno odgovorno ulaganje postalo sve popularnija praksa za investitore u razvijenim ekonomijama (Zou, 2019), uobičajeno je da se prilikom izučavanja odnosa i uticaja društveno odgovornog ponašanja na tržištu kapitala koristi indeks društveno odgovornog ulaganja. Indeks predstavlja efikasno sredstvo koje pomaže investitorima da donesu odluke o budućim ulaganjima na tržištu akcija na osnovu finansijskih i društvenih kriterijuma. Međutim, kako ovaj indeks još uvek nije razvijen za Republiku Srbiju, kao i da njegova metodologija još uvek nije javno dostupna, za potrebe ovog rada razvijen je indeks društveno odgovornog ponašanja (CSR) na osnovu metodologije koju su predstavili Montecchia et al. (2016). Montecchia et al. (2016) definisali su sledeće promenljive: misija preduzeća, informacije od CRS, dostupnost proizvoda i usluga kompanije potrošačima uključujući i one sa specijalnim potrebama, društveni mediji, kodeks ponašanja, doprinos razvoju društva, doprinos razvoju životne sredine, doprinos ekonomskom blagostanju lokalne zajednice, rezultati CSR projekata, partnerstvo, nagrade i pohvale. Podaci o definisanim promenljivim, takođe su dobijeni primenom metode analize sadržaja na osnovu objavljenih godišnjih izveštaja. Po istom principu kao i u slučaju druge dve dimenzije ESG tehnikom kodiranja kvalitativni podaci transformisani na dihotomnu

promenljivu (1) ukoliko postoje podaci u poslovnim izveštajima vezanim za određenu promenljivu, odnosno (0) ukoliko ne postoje. Za procenu interne konzistentnosti indeksa, korišćen je Cronbach-ov koeficijent alfa. Vrednost koeficijenta od 0.876 ukazuje da promenljive koje se koriste u analizi obuhvataju isti konstrukt, što ukazuje na internu doslednost u proceduri. Za svaku finansijsku instituciju i svaku godinu utvrđen je indeks na taj način što je zbir vrednosti promenljive podeljen sa ukupnim brojem promenljivih.

Za ispitivanja uticaj ESG na uspeh poslovanja finansijskih institucija korišćen je multivarijabilni linearni model. Uspeh poslovanja finansijskih institucija iskazan je kroz ROE (Return on Equity). Ovakav način iskazivanja uspeha poslovanja je uobičajen kod finansijskih institucija (Radivojević et al., 2022). Ovaj indikator uspeha poslovanja banaka i drugih finansijskih institucija izabran je imajući u vidu rezultate istraživanja Menicucci i Paolucci (2023) koji ističu da uticaj ESG performansi na performanse poslovanja banaka zavisi i od načina izražavanja performansi poslovanja.

Model se može predstaviti izrazom (1), uz napomenu da su u modelu korišćene i kontrolne promenljive, veličina i starost finansijskih institucija, budući da prema resursnom pristupu ovi faktori utiču na stav institucije prema aspektima poslovanja koji se tiču ESG:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 Ecol + \beta_2 Empl + \beta_3 Gov + \beta_4 Size + \beta_5 Age + \varepsilon (1)$$

ROE - prinos na sopstvena sredstva, Ecol - dimenzija zaštite životne sredine, Empl - dimenzija društvene odgovornosti, Gov - dimenzija dobrog upravljanje, Size - veličina finansijske institucije, Age - starost finansijske institucije, ε - identično i nezavisno normalno distribuiran, slučajna greška.

Veličina finansijskih institucija iskazana je logaritmom vrednosti ukupne imovine finansijske institucije, dok je starost iskazana prirodnim logaritmom broja godina od osnivanja. Parametri modela (1) ocenjeni su primenom metode fiksnih efekata (FE), metode slučajnih efekata (RE) i metod najmanjih kvadrata za panel podatke (Pooled OLS). Izbor metode opredeljen je kvalitetom podataka, odnosno njihovim mogućnostima kooptiranja heterogenosti između jedinica posmatranja.

ANALIZA I DISKUSIJA DOBIJENIH REZULTATA

U tabeli 1 prikazani su rezultati deskriptivne statistike prikupljenih podataka. Kao što se može videti iz tabele 2 prosečna vrednosti ROE iznosi oko -0.006 što implicira da u proseku tokom perioda posmatranja, izabrane finansijske institucije su ostvarile negativan rezultat. Maksimalna vrednost, odnosno minimalna od -0.257 ukazuje na veliku varijabilnost u ovoj promenljivoj, što potvrđuje i vrednost standardne devijacije od oko 4.5%. Dalje analiza ukazuje da su izabrane finansijske institucije u osnovi ispunile principe poslovanja u skladu sa ESG konceptom, ali da nisu konzistentne u sprovođenju ovih praksi svake godine, jer po svakoj dimenziji minimalna vrednost iznosi nula. Visoke standardne devijacije u dimenzijama ESG ukazuju na značajne razlike u ekološkim i upravljačkim praksama, kao i u praksama upravljanja ljudskim resursima. Srednje vrednosti starosti i veličine finansijskih institucija kao i njihovih veličina ukazuju na raznovrsnost uzorka.

Tabela 1.

Deskriptivna statistika, testovi stacionarnosti i Breusch-Pagan LM test za cross-section dependence

	<i>ROE</i>	<i>Ecol</i>	<i>Empty</i>	<i>Gov</i>	<i>AGE</i>	<i>Size</i>
Srednja vrednost	-0.006	0.500	0.587	0.631	2.877	24.492
St. Dev.	0.045	0.502	0.494	0.484	0.384	1.500
Kurtosis	9.687	-2.027	-1.899	-1.723	0.435	-1.370
Skewness	-1.533	0.000	-0.356	-0.548	0.462	0.177
Minimum	-0.257	0	0	0	2.197	22.259
Maximum	0.121	1	1	1	3.951	27.060
Broj	150	150	150	149	150	150
$\chi^2_{45} = 42.45 (0.581)$						
BP LM						
ADF Size	Inverse chi-square(30) = 14.151 p -vrednost 0.993					
ADF Ecol	Inverse chi-square(30) = 37.007 p -vrednost 0.176					
LLC	-7.458* (0.000)	-0.247* (0.402)	-16.126* (0.000)	-10.907* (0.000)	-13.902* (0.000)	-0.368* (0.356)
		- 13.082** (0.000)				-11.842** (0.000)

*Napomena: * Vrednosti Z testa. ** Vrednost LLC testa nakon diferencijacije*

Izvor: Autori

Prvi korak u radu sa panel podacima jeste testiranje *cross-section dependence*. Za tu svrhu u radu je korišćen Breusch-Pagan LM test za *cross-section dependence* (BP LM), jer je u ovom slučaju vremenska dimenzija veća od broja finansijskih institucija ($T > N$). Vrednost testa iznosi 42.45 sa p-vrednost (0.581), što ukazuje na nepostojanje zavisnosti. Prema Radivojević i Jovović (2017) značajan korak u radu sa panel podacima podrazumeva analizu stacionarnosti podataka, to je za potrebe ovog rada izvršeno testiranje prisustva jediničnog korena primenom ADF testa. Usled zastarelosti ovog testa izvršeno je dodatno ispitivanje stacionarnosti primenom Levin-Lin-Chu pooled ADF (LLC). Rezultati testiranja pokazali su da su sve serije podataka stacionare, osim veličine institucija i dimenzije ESG koja se tiče životne sredine (tabela 2). Iz tog razloga na ove dve serije podataka primenjena je diferencijacija. Nakon ove diferencijacije i ove dve serije postale su stacionarne. Treći korak u radu sa panel podacima podrazumeva ispitivanje stepena korelacije između izabranih promenljivih. Isti su prikazani u tabeli 3. Rezultati pokazuju da nema značajne snažne korelacije, što sugerise da se u istraživanje mogu zadržati sve promenljive. Uprkos ovoj konstataciji zbog nešto veće vrednosti koeficijenta korelacije između promenljive *Empty* i *Ecol*, kao i između *Ecol* i *Gov* u nastavku izvršeno je ispitivanje multikolinearnosti primenom test faktora inflacije varijanse (VIF). Rezultati VIF testa

prikazani su takođe u tabeli 2. Kao što se vidi vrednosti VIF kreću se od 1.109 do 2.323, što ukazuje da sve promenljive mogu da se koriste u nastavku istraživanja.

Tabela 2.

Matrica korelacije

	ROE	Ecol	Emplay	Gov	AGE	Size		VIF
ROE	1						ROE	1.731
Ecol	0.133	1					Ecol	2.011
Emplay	0.013	-0.406	1				Emplay	2.323
Gov	0.088	0.315	-0.184	1			Gov	2.317
AGE	-0.084	0.019	-0.16	0.135	1		AGE	1.109
Size	0.146	0.092	0.022	0.179	0.13	1	Size	1.217

Napomena: Svi koeficijenti korelacije statistički su značajni za nivo poverenja od 0.05

Izvor: Autori

Ocene parametara modela (1) date su u tabeli 3.

Tabela 3.

Ocene parametra modela (1)

Model 1: Fiksnih efekata, upotreba 140 opservacija				
10 jedinica posmatranja				
Zavisna promenljiva: ROE				
	<i>Koeficijent</i>	<i>Std. greška</i>	<i>t-racio</i>	<i>p-vrednost</i>
Kons.	0.093	0.012	7.750	0.000
Size	0.024	0.008	3.000	0.003
AGE	-0.021	0.011	-1.909	0.058
Ecol	0.019	0.008	2.375	0.019
Emplay	-0.003	0.046	-0.065	0.948
Gov	-0.002	0.058	-0.034	0.972
F(5, 125) = 4.064, sa p-vrednost 0.002				
LSDV R-squared 0.73				
Model 1: Slučajnih efekata				
	<i>Koeficijent</i>	<i>Std. greška</i>	<i>t-racio</i>	<i>p-vrednost</i>
const	0.083	0.014	5.929	0.000
Size	0.032	0.007	4.571	0.000
AGE	-0.036	0.013	-2.769	0.001
Ecol	0.021	0.01	2.100	0.035
Emplay	-0.006	0.037	-0.162	0.871

Gov	-0.003	0.038	-0.079	0.937
$\chi^2 (5) = 11.6298$ sa p-vrednost 0.040 $\text{corr}(y, \hat{y})^2 = 0.67$				
Pooled OLS				
	<i>Koeficijent</i>	<i>Std. greška</i>	<i>t-racio</i>	<i>p-vrednost</i>
const	0.089	0.013	6.846	0.000
Size	0.026	0.007	3.714	0.000
AGE	-0.034	0.011	-3.091	0.002
Ecol	0.022	0.006	3.667	0.000
Empty	-0.004	0.038	-0.105	0.916
Gov	-0.002	0.067	-0.030	0.976
$R^2 - 0.67$ $F(5, 134) = 3.901$, sa p-vrednost 0.003				

Napomena: F test, χ^2 test, kao i koeficijent determinacije (R^2) ukazuju na validnost izabranih ocenjivača.

Izvor: Autori

Na osnovu vrednosti dobijenih ocena parametara modela odnosno njihovih p vrednosti mogu se izvesti sledeći zaključci:

1. Zaštita životne sredine kao dimenzija ESG ima pozitivan uticaj na performanse banaka i osiguravajućih društava u Republici Srbiji. Ovakav nalaz u skladu je sa rezultatima istraživanja Buallay (2019) i Shakil et al. (2019). Opravdanje za ovo može se naći u činjenici da ulaganje ovih institucija u ekološke inicijative doprinosi smanjenju potencijalnih rizika povezanim sa zakonskim regulativama, sa jedne strane, ali povećanja imidža i reputacije institucije. Povećanje svesti društva u Republici Srbiji po pitanjima preterane eksploatacije ograničenih resursa, zaštite životne sredine utiče da ovaj aspekt održivog poslovanja ima uticaj na to da klijenti favorizuju institucije koje vode računa o ovim pitanjima.

2. Društvena odgovornost kao dimenzija ESG nema statistički značajan uticaj na performanse banaka i osiguravajućih društava u Republici Srbiji. Ovakav nalaz suprotan je očekivanjima, pre svega iz razloga što institucije veliku pažnju poslednjih godina poklanjaju društveno odgovornom ponašanju prema lokalnoj zajednici. Pojedina istraživanja (Radivojević et al., 2022) pokazuju pozitivan uticaj ovakvog ponašanja na reputaciju banaka. Međutim, ovakav nalaz može se opravdati činjenicom da prilikom definisanja ove dimenzije uključeni su i aspekti koji se tiču i aspekata društvene odgovornosti koja se ne odnosi samo na akcije povezane sa lokalnom zajednicom, već pre svega za aspekte koji se tiču uslova rada, bezbednosti i zdravlja na radu i sl. Kako uslovi rada po ovim aspektima u Republici Srbiji još uvek nisu na željenom nivou, plus uticaj socijalističkog nasleđa na odnos zaposlenih prema radu i menadžmentu imali su veći uticaj na to da ova dimenzija ESG nema statistički značajan uticaj. Nalaz je u skladu sa rezultatima istraživanja Miralles-Quirós et al.

(2019). Radivojević et al. (2025) ističe da socijalističko nasleđe i model samoupravljanja utiču na radnike da imaju specifičan stav u pogledu njihovog tretmana kada su sprečeni da rade stalno ili privremeno. Otuda se opravdanje za ovakav nalaz može tražiti i u ovoj činjenici. Mada je ovo u suprotnostima sa nalazima Dai et al (2025) koji ističu da socijalističko nasleđe doprinosi većoj društvenoj odgovornosti kompanije.

3. Rezultati, takođe, pokazuju da ni upravljanje nema značajan uticaj na performanse poslovanja, što je u skladu sa nalazima Shakil et al. (2019). Ovo može biti pre svega posledica nedostatka inovativnih načina organizovanja i strukture upravljanja u ovim institucijama ili činjenice da se još uvek ne osećaju efekti od inovativnih načina organizovanja posla i upravljanja. Tesno skopčano sa ovim jeste nedostatak jasnih i preciznih smernica i standarda za primer dobrih upravljačkih praksi. Kada regulativa nije dovoljno razvijena ili se ne sprovodi dosledno, tada se upravljanje smatra manje značajnim u poređenju sa ostalim aspektima poslovanja koji direktno utiču na profitabilnost, te mu se ne posvećuje dovoljno pažnje. Usmerenost na ostvarivanje kratkoročnih ciljeva i brzinu ostvarivanja profita, umesto na dugoročno strateško planiranje, takođe utiče na uticaj ove dimenzije ESG na performanse poslovanja. U takvom okruženju, investiranje u upravljanje i odgovornost često može biti percipirano kao trošak, što može ograničiti njegov pozitivan uticaj na performanse.

4. Veličina banke i osiguravajućeg društva ima značajan uticaj na performanse poslovanja. Ovo je u skladu sa resursnim pristupom. Veće institucije često imaju prednost u ekonomiji obima, što im omogućava smanjenje troškova i povećanje efikasnosti. Međutim, prevelike institucije mogu se suočiti sa izazovima u upravljanju i birokratijom, što može smanjiti njihovu sposobnost da brzo i efikasno donose odluke. U ovom kontekstu, optimalna veličina može doprineti boljim performansama.

5. Uticaj starosti finansijskih institucija na njihove performanse u suprotnosti je sa očekivanjem prema resursnom pristupu. Prema ovom pristupu, zbog većeg iskustva i stabilnosti poslovanja, veličina bi trebalo da ima pozitivan uticaj na rezultate poslovanja. Međutim, nalazi u ovom radu ukazuju na suprotno, da mlađe finansijske institucije ostvaruju bolje performanse. Opravdanje za ovo može se naći u tome da su mlađe institucije možda agilnije, te da su manje opterećene nasleđem.

ZAKLJUČAK

Predmet proučavanja ovog rada jeste uticaj ESG koncepta na uspeh poslovanja finansijskih institucija u Republici Srbiji, sa akcentom na banke i osiguravajuća društva. Rezultati istraživanja ukazuju na složenost i različite aspekte ovog uticaja, te na važnost svake od dimenzija ESG u kontekstu lokalnog tržišta. Najznačajniji nalazi pokazuju da dimenzija zaštite životne sredine pozitivno utiče na performanse poslovanja, što ukazuje na sve veću svest o važnosti ekoloških inicijativa u očima potrošača i strateških partnera. Investicije u ekološke projekte ne samo da minimiziraju rizike povezane sa zakonodavstvom, već i poboljšavaju imidž i reputaciju institucija, što je u današnjem konkurentnom bankarskom okruženju

ključno. S druge strane, društvena odgovornost i upravljanje su pokazali da nema statistički značajnog uticaja na performanse. Ovo može biti rezultat nedovoljnog razvoja upravljačkih struktura i nedostatka ulaganja u društveno odgovorne prakse koje bi se mogle odraziti na uspeh. Odsustvo pozitivnog uticaja upravljanja na performanse može biti posledica nedostajućih jasnih smernica i standarda, što otežava ovim institucijama da usvajaju i primenjuju dobru upravljačku praksu. Kratkoročna opredeljenost za profit može odvratiti pažnju od razvoja strategija koje podrazumevaju efikasno upravljanje i društvenu odgovornost. Veličina i starost finansijskih institucija pokazuju se kao značajni faktori u uticaju na performanse. Veće institucije, uz moguće prednosti ekonomije obima, ali i izazove upravljanja, mogu uticati na profitabilnost.

Na osnovu dobijenih nalaza može se odgovoriti na istraživačko pitanje od koga se pošlo u radu, a to je da dimenzije ESG nemaju isti značaj na finansijske performanse finansijskih institucija. U kontekstu ovog nalaza budućim istraživačima ostaje da ispituju razloge zašto društvena odgovornost i upravljački aspekti kao dimenzije ESG koncepta nemaju statistički značajan uticaj.

Kao i svako istraživanje ove vrste i ovo istraživanje ima niz ograničenja koja se moraju uzeti u obzir prilikom interpretacije rezultata istraživanja i prihvatanja zaključaka. Prvo ograničenje odnosi se na metodologiju prikupljanja podataka. Naime, primena pristupa kodiranja (binarne varijable) u smislu da li finansijska institucija pominje ili ne u svojim izveštajima aktivnosti vezane za dimenzije koncepta, ne znači nužno da ona ostvaruje stvarni učinak, odnosno da postiže zadovoljavajući učinak, već znači da je transparentna u objavljivanju svojih aktivnosti. Ovakav pristup podacima može da ima uticaj na uticaj (znak uticaja) dimenzija ESG koncepta na finansijske performanse. Drugo, prilikom definisanja CSR kao dimenzije ESG koncepta nisu uključeni aspekti koji se odnose na akcije povezane sa lokalnom zajednicom, već aspekti koji se tiču uslova rada, bezbednosti i zdravlja na radu, što se odražava na statističku značajnost ove dimenzije. Treće, primena tehnike analize sadržaja, odnosno kodiranje kvalitativnih podataka na dihotomne promenljive smanjuje i raznovrsnost i preciznost podataka, čime se ignoriše stepen i intenzitet sprovedenih aktivnosti. Na ovaj način potencijalno se gube neki delovi informacija. Na kraju treba istaći i relativno mali uzorak, što može uticati na reprezentativnost i generalizaciju rezultata za celokupni sektor finansijskih institucija u Republici Srbiji.

LITERATURA

1. Ahmed, S. & Hasan, I. (2018). Why banks should consider ESG risk factors in bank lending? *Banks and Bank Systems*, 3, p. 71-80.
2. Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., et al. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, p. 101277.
3. Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), p. 98-115

4. Danisman, G. O. (2021). ESG Scores and Bank Performance During COVID-19. *Handbook of Research on Global Aspects of Sustainable Finance in Times of Crises*, 241-260.
5. Dekoulou, P., Anastasopoulou, A., & Trivellas, P. (2023). Employee performance implications of CSR for organizational resilience in the banking industry: The mediation role of psychological empowerment. *Sustainability*, 15(15), p. 11946.
6. Dai, W., Arndt, F., & Liao, M. (2025). Entrepreneurial socialist imprints and the philanthropy of privately-owned firms. *Asia Pacific Journal of Management*, 1-36.
7. Chawla, S. K., Khanna, D., & Chen, J. (2010). Are small business critical success factors same in different countries. *SIES Journal of Management*, 7(1), p. -12.
8. Chang, H.-Y., Liang, L.-W., & Liu, Y.-L. (2021). Using Environmental, Social, Governance (ESG) and Financial Indicators to Measure Bank Cost Efficiency in Asia. *Sustainability*, 13(20), p. 11139.
9. Chetty, S., Naidoo, R. and Seetharam, Y. (2015). The impact of corporate social responsibility on firms' financial performance in South Africa. *Contemporary Economics* 9(2), p. 93-214.
10. Chiamonte, L., Dreassi, A., Girardone, C., et al. (2021). Do ESG strategies enhance bank stability during financial turmoil? Evidence from Europe. *The European Journal of Finance*, 28(12), p. 1173-1211.
11. Ćurčić, N., Radivojević, N., Grubor, A., & Simonović, Z. (2020). Examining causality between market share and competitiveness: case study textile industry. *Industria Textila*, 71(4), p. 364-370.
12. Ersoy, E., Swiecka, B., Grima, S., et al. (2022). The Impact of ESG Scores on Bank Market Value? Evidence from the U.S. Banking Industry. *Sustainability*, 14(15), p. 9527.
13. Gholami, A., Sands, J., & Rahman, H. U. (2022). Environmental, Social and Governance Disclosure and Value Generation: Is the Financial Industry Different? *Sustainability*, 14(5), p. 2647
14. Gunnarapong, N., Boonyanet, W., & Jangphanish, K. (2024). The moderating impact of loan loss reserves on the relationship between ESG performance and bank value: Empirical evidence of Thai listed banks. *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 8(7), p. 5272.
15. Guan, F., Wang, T., & Sun, L. (2023). The synergistic effect of the industrial international competitiveness and cooperation network position on market share: evidence from global automobile industry. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 38(11), p. 2446-2459.
16. Hanić, A., Jovanović, O., & Stevanović, S. (2021). Environmental disclosure practice in the Serbian banking sector. *Management: journal of contemporary management issues*, 26(2), p. 115-144.
17. International Finance Corporation. (2021). ESG Bookguide. Washington, DC, USA, 72.
18. Mišković, M, Damnjanović, S & Marinović, N., (2023). Kratak vodič kroz ESG (2023), *United Nations Development Programme – UNDP*
Dostupno na: https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2023-08/UNDP_ESG_kratki_vodic_final.pdf datum ažuriranja 08.08.2025. godine.
19. Kurniawan, K., Kim, S. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance on the Market Value of Banks in ASEAN. *Enrichment: Journal of Management*, 13(5), p. 960-2969.
20. Leftwich, R. W., Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1981). Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting. *Journal of accounting research*, p. 50-77.

21. Marić, V. (2024). *Uticaj Makroekonomskih Faktora na Tržište Kapitala Republike Srbije* (Doctoral dissertation, University Business Academy in Novi Sad (Serbia)).
22. Montecchia, A., Giordano, F., & Grieco, C. (2016). Communicating CSR: Integrated approach or selfie? Evidence from the Milan stock exchange. *Journal of Cleaner Production*, 136, p. 42-52.
23. Miralles-Quirós, M., Miralles-Quirós, J., & Redondo Hernández, J. (2019). ESG Performance and Shareholder Value Creation in the Banking Industry: International Differences. *Sustainability*, 11(5), p. 1404.
24. Novokmet, A., & Rogošić, A. (2016). Bank sustainability reporting within GRI-G4 framework. *The Theoretical Journal of Accounting*, 2016(88 (144)), p. 109-124.
25. Plewa, P. (2018). Migration in Maldives: a country profile 2018. International Organization for Migration.
26. Panchenko, V., Biletska, I., Basii, N., Kohut, M., Vasylytsiv, T., & Mulska, O. (2024). Competitiveness vs business financial resource opportunities: innovation marketing strategies. *Financial & Credit Activity: Problems of Theory & Practice*, 2(55), p. 502.
27. Pimić, M., Simonović, Z. D., Radivojević, N., Nicolae, I., & Ćurčić, N. V. (2024). Determinants of Hotel Business Success in Rural Areas of the Western Balkan Countries. *Sustainability*, 16(17), p.7704.
28. Prieto, A.B.T., Shin, H., Lee, Y. and Lee, C.W. (2020). Relationship among CSR initiatives and financial and non-financial corporate performance in the Ecuadorian banking environment. *Sustainability* 12(4), p.1621
29. Radivojević, N., Damjanović, R., & Dević, Ž. (2022). Uticaj csr kao elementa korporativnog imidža na performanse poslovanja banaka. *Bankarstvo Magazine*, 51(3), p.10-20.
30. Radivojevic, N., Jovanovic, R., Pimić, M., Cvjetković, M., & Cvjetković, M. (2025). The impact of employee satisfaction with care on the performance of employees in the food industry in the Republic of Serbia. *Journal of East European Management Studies*, 30(2), 41067.
31. Radivojevic, N., & Jovovic, J. (2017). Examining of determinants of non-performing loans. *Prague Economic Papers*, 26(3), p. 300-316.
32. Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M., et al. (2019). Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(6), p. 1331-1344.
33. Staboulis, M., & Zarotiadis, G. (2015). Corporate Social Responsibility and Social Dialogue in human resources Management in the banking sector in Greece: a case study of elder bank employees. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 13(2), p. 135-156.
34. Stakić, N., & Barjaktarović, L. (2023). Sustainable banking and its main determinants—evidence from the serbian banking sector. *Teme*, 47(2), p. 299-316.
35. Tommaso, C., & Thornton, J. (2020). Do ESG scores effect bank risk taking and value? Evidence from European banks. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(5), p. 2286-2298.
36. Wu, L., Shao, Z., Yang, C., Ding, T. and Zhang, W. (2020). The impact of CSR and financial distress on financial performance-evidence from Chinese listed companies of the manufacturing industry. *Sustainability* 12(17), p. 6799.
37. Zaman, S. I., Khan, S. A., Qabool, S., & Gupta, H. (2023). How digitalization in banking improve service supply chain resilience of e-commerce sector? a technological adoption model approach. *Operations Management Research*, 16(2), p. 904-930.

38. Zastempowski, M., & Cyfert, S. (2023). A new angle on SMEs' competitiveness. How do agility capabilities affect a firm's competitive position?. *Journal of Organizational Change Management*, 36(4), p. 635-662.
39. Zou, P., Wang, Q., Xie, J. Zou, X. (2020). Does doing good lead to doing better in emerging markets? Stock market responses to the SRI index announcements in Brazil, China, and South Africa. *Journal of the Academy Marketing Science*, 48, p. 966-986.
40. Yahya, A. A., & Zargar, P. (2023). Achieving corporate sustainability through green human resource management: The role of CSR in the banking industry of a developing country. *Sustainability*, 15(14), p. 10834.
41. Yuen, M. K., Ngo, T., Le, T. D. Q., et al. (2022). The environment, social and governance (ESG) activities and profitability under COVID-19: evidence from the global banking sector. *Journal of Economics and Development*, 24(4), p. 345-364.

SUMMARY

Excessive and uncontrolled resource exploitation has negatively impacted society and the community, prompting companies to adopt the principle of sustainable behavior in their operations. Financial institutions are not exempt from this demand. One of the concepts that integrates the requirements of environmental preservation, social responsibility, and good governance is the ESG concept. Despite the general belief that the implementation of this concept contributes to positive business results, this relationship has not yet been thoroughly studied in the financial sector. This is especially true in developing countries, such as the Republic of Serbia. The question arises whether all dimensions of the concept have a significant impact on the performance of financial institutions, considering the specific conditions of their business environment. Therefore, the aim of this paper is to examine the influence of ESG, or its dimensions, on the operational performance of banks and insurance companies operating in the Republic of Serbia. The research was conducted on a sample of six banks and four insurance companies. Data were collected for the period from 2021 to 2024. The study indicates that only environmental protection as a dimension of ESG has a positive impact on the performance of banks and insurance companies, while the other two dimensions of the concept do not have a statistically significant effect on financial performance.