

*Силвије Орсаг* \*

## БУДУЋНОСТ МАЛИХ ТРАНЗИЦИЈСКИХ ЕМЕРЗИВНИХ ТРЖИШТА

### SMALL TRANSITION EMERGING MARKET FUTURE

#### Резиме

Промјене услова у окружењу савремених тржишта капитала трансформирале су берзе од организација не за профитом с стојерним положајем на тржишту капитала и посебним третманом влада у профитно оријентирана друштва с листаним властитим акцијама. Те су промјене повећале конкуренцију међу берзама и потакле раст пословних комбинација, од неких облика кооперација до активности спајања и стјецања. Промијењен услови савременог окружења тржишта капитала провоцирају будућност малих, емерзивних тржишта капитала европских транзицијских земаља. Рад садржи кратку расправу о будућности малих транзицијских емерзивних тржишта. Мноштво је аргумента за кооперацију између тих тржишта. Кооперација може варирати од једноставног унакрсног листања до стварања регионалне котације акција и неких сложенијих облика пословних комбинација. Постоје такође и аргументи за кооперацију између малих емерзивних тржишта и других развијених малих или већих европских тржишта, али с извјесним губитком контроле и губитком могућности кориштења националне берзе за развој других сегмената националног тржишта капитала.

**Кључне ријечи:** финансијска тржишта, тржиште капитала, криза, емерзивна тржишта, котација.

---

\* Економски факултет, Свеучилиште у Мостару, silvije.orsag@zg.t-com.hr

## Summary

Changing conditions in modern capital markets environment transforms stock exchanges from non for profit organizations with central positions in capital market and special governmental treatment to profit oriented companies with own listed stocks. This changes increase competition between stock exchanges and force increase in business combinations, from some form of cooperations to M&A activities. The new conditions in modern capital markets environment challenge futures for small, emerging capital markets in European transition countries. This paper contains brief discussion about the future of small transition emerging markets focusing on certain central and south-east countries. There are many arguments for cooperation between these markets. Cooperation can range from simple cross listing to creation of regional stock quotation and some complex forms of business combinations. There are also arguments for cooperation between these small emerging markets and other developed small and big European markets, but with certain loss of control and loss of possibilities to use nation stock exchange for developing other national capital markets segments.

**Key words:** financial markets, capital market, crisis, immersive markets, quote

## Увертира – криза као шанса

Свијет либералног капитализма, како га волимо звати, непрестано се суочавао с недаћама циклуса. Уважавањем напретка, проблеми циклуса графички се цртају кривуљом облика положеног латиничног слова „С”: након пада започиње постепени оправак и „уходавање” за нови узлет. Ма колико трајао раст и шта све чиниле владе да га задрже у фази експанзије, он се постепено успорава. Досегнувши сам врх, слиједи нови пад и отрежњење свих од лагодног живота. Криза је препозната, како се популарно говори, а нити једна влада не жели признати да су се назнаке кризе препознале прекасно и да, док вода није дошла до грла, није постојало политичке воље да се правовременим дјеловањем смање посљедице и дубина кризе. Без обзира на стилове вођења националних економија, може се слободно устврдити да је вријеме либерализма давно прошло. Све владе настоје дјеловати тако да протуже раст а, посебно, зауставе пад. Као што је позна-

то, а чему од недавно свједочимо, нити једној није успјело онемогућити пад. Продужили су раздобље раста, понекад одгодили пад, али је он неминовно наступио: с већим или мањим интензитетом. Па шта се онда промијенило? Промијенила се реторика. Некада се је говорило о кризи. Кризу је замијенила рецесија, а ако је та рецесија била кратка, постала је посртање. Чини ми се да поново овај пад, барем једно вријеме, називамо кризом.

Драматургију цикличког кретања најбоље приказује сценографија финансијских тржишта, посебно гламурозна сценографија тржишта капитала на позорници највеће свјетске берзе. Шта нас учи историја Вол Стрита (Wall Street)? Гламур Вол Стрита може се посматрати кроз више од сто година успјеха. Песимисти би радије рекли: историја сталних губитака, док би легендарни Ј. П. Морган вјероватно рекао: историја сталних флукуација. Иако је оригинални црни петак наступио давно, 24. 09. 1869. и друге су кризе започеле у петак: 1873. и 1929. Између њих и послије њих, посебно у посљедње вријеме, мало је црних петака. Нажалост, други су дани постали црни. Међу значајнијим падовима сјетимо се оног из седамдесетих година прошлог вијека, па „миленијског”, а о посљедњем још увијек свједочимо. Оно што је ипак посебност ове посљедње кризе, свакако је то што је дошла врло брзо након миленијске, без обзира на дубину пада тржишта коју је изазвала. Може се то рећи и другачије: чудно је како криза на прелазу тисућљећа није остала дуже у памћењу Вол Стрита. Обично сви играчи на тржишту након кризе једно, не тако кратко, вријеме „пушу и на хладно”<sup>1</sup>.

И ова се је криза сагледала тек када је дошло до финансијског слома. Стога су се често причале и још се увијек причају приче како је ову рецесију, или, тачније, кризу изазвао слом америчког тржишта хипотекарних кредита и секуритизацијом надуваних финансијских балона. Као да се намјерно занемарује чињеница да финансијски сектор може само потакнути већ раније настале проблеме реалног сектора, док тешко може изазвати кризу иначе здраве реалне економије. Развијени свијет Америке и Европе, губио је своју предност на подручју реалног сектора према растућим економијама Кине и Ин-

---

<sup>1</sup> Орсаг, Силвије. Дугорочне и краткорочне посљедице свјетске економске кризе.// *Корпоративно управљање: 8 међународни симпозиј*. Дубровник: 04. и 05. 12. 2008. Сарајево: Ревикон, 2009.

дије. Тај се је недостатак настојао надокнадити кроз финансијски сектор, што су здушно поздрављале све владе развијених земаља. Иако је трајало, релативно дуго, логично је да није могло трајати у недоглед. Међутим, и даље се не жели јавно признати узрок кризе у проблемима реалног сектора. Кориштење многих финансијских лијекова, помало и логиком цикличног кретања, развијени свијет је зауставио кризу. Назиру се бољи дани. Свијет се постепено припрема за нови узлет, па се све више говори о кризи као шанси.

За разлику од развијених, транзицијске земље нису нити успјеле сложити своје економије до жељеног нивоа током дугог времена раста који је претходио глобалној кризи. То се нарочито односи на реални сектор транзицијских економија. Многе од њих наслиједиле су из бивших режима значајне структурне проблеме. Не рјешавајући те проблеме, многе су се транзицијске земље прилагођавале свјетској економији приватизацијским процесима и другим мјерама које су само учвршћивале наслијеђене и новонастале структурне проблеме. Уз неконкурентан реални сектор, привредни раст подржавао се, слично развијеним привредама, финансијским сектором, који је осигуравао структурно неусклађену потрошњу јавног сектора и сектора домаћинства.

Финансијски системи већине транзицијских земаља још су увијек недовољно развијени. У њима доминирају пословне банке, по правилу, у доминантном страном власништву. Послујући као универзалне банке, успјешно разводњавају било какве учинке специјализације финансијског система много интензивније од банковног сектора развијеног дијела Средње Европе. Неразвијени финансијски сектор, с доминантном улогом банака, пратило је значајно незасићено тржиште класичних стандардних финансијских услуга. Банкоцентричност финансијских система европских транзицијских земаља није неочекивана појава. У прилог таквог развоја финансија јасно говори затечено стање и логичан развој финансијске легислативе у складу с оном традицијски и географски блиским развијеним земаљама, те значај банака за постизање задовољавајућег нивоа штедње и фокусирање транзиције на санацију и реструктурирање банака и цјелокупног система, у оквиру чега се је развијало и осигурање штедних депозита. Како привреде и финансијски системи транзицијских земаља заостају у развоју према развијеним дијеловима Европе и Америке, логична је доминација банака у оквиру организације њихових финансијских индустрија.

Банкоцентричност се може лако аргументовати.<sup>2</sup> Група Г7, осим Јапана, може се географски и тржишно подијелити на Сјеверну Америку и Европу. Захваљујући финансијској регулативи у Сјеверној Америци, првенствено кроз легалну подјелу пословног и инвестицијског банкарства, структура финансијске индустрије је најразуђе-нија и постоје најмање власничке везе између различитих група финансијских институција. Стога, своје богатство становништво знатно мање држи у банкама него што је то случај с развијеним европским земљама међу којима, због историјских специфичности развоја финансијског система, најмањи удјел држања богатства код банака има Велика Британија. Њемачка, с доминантном банкоцентричном легислативом и историјским развојем финансијског система, оријентисаног, првенствено, на банке, има учешће финансијске имовине коју држи становништво у банкама око једне трећине. За разлику од развијених земаља, транзицијске земље имају знатно веће учешће финансијске имовине коју становништво држи код банака. Оно се у свим земљама креће око половине укупног финансијског богатства које се држи или на обичним, или на штедним депозитима код банака. Додатно, у тим земљама значајан дио финансијске имовине становништво држи у готовини, домаћој и иностраној, која би се требала, углавном, смјестити код банака након што смање очекивања ризика ликвидности, што појачава аргументацијску снагу бројева за доминацију банака у финансијским системима тих земаља.

Неразвијени финансијски системи и простор за експанзију класичних банкарских послова очували су банкоцентричне финансијске системе транзицијских земаља од значајнијих проблема лавине пропасти финансијских институција. Како су прије кризе банке транзицијских земаља Средње и Југоисточне Европе представљале једну од најатрактивнијих инвестиција на томе подручју, тако су, уз релативно мале „витаминске” инјекције, лако пребољеле кризу и наставиле са, нешто мање, профитабилним пословањем све док се домаћинства и јавни сектор не осоколе на експанзију потрошње, јер опоравком свјетске привреде опоравиће се и оне транзицијске, прије или нешто касније. Можда ће за вријеме док опоравак не покрене нови талас

---

<sup>2</sup> Силвије Орсаг, Емил Михалина, „Доминација банака у финансијским системима транзицијских земаља”, у зборнику с Х. међународног симпозија *Еуропски пут БиХ у увјетима економске кризе*, Неум, 2009.

непроизводне потрошње, реални сектор нешто поправити свој положај код банака, али тешко да ће то бити значајније.

Управо због тога кризу ваља искористити као шансу. Управо би сада транзицијске земље требале направити додатне напоре у вези са развојем својих финансијских система на подручју специјализације кредитирања и проширењу основа за интензивније емисије капитала. Ови се напори неће уочити у преокретању ситуације, али могу представљати основ мултипликатора жељеног раста када се ситуација дефинитивно и преокрене.

## 1. Тржиште капитала

Финансијска тржишта, као дио цјелокупног финансијског система, важан су чинилац сваке привреде. Полазећи од њихове прве функције којом осигуравају временску алокацију потрошње свим учесницима,<sup>3</sup> она морају осигурати и спаривање инвестиција с капиталом потребним за њихово финансирање и алокацију ризика тих инвестиција на оне субјекте који су их спремни претрпјети,<sup>4</sup> те осигурати функционисање тржишта акцијама којима се омогућава укрупњавање капитала, кроз дугорочно увећање тржишне вриједности акција као заједнички циљ свих улагача у главнице јавних дру-

---

<sup>3</sup> Полази се од временских преференција појединаца за потрошњом. Они ће одгађати потрошњу само ако очекују да ће тиме остварити већу будућу потрошњу. Стога је нужно финансијско тржиште које штедњом и кредитом (минус штедња) осигурава временску алокацију потрошње. Без обзира на неизвјесну будућност временска преференција дјелује и у сигурности тако да се механизам временске алокације потрошње одвија уз неризичну каматну стопу као резултат понуде и потражње новца која се појављује као цијена времена (одгађања потрошње) и основица је формирања свих осталих финансијских цијена. Видјети детаљније у: С. Орсаг, „Подузеће као инвеститор и као инвестиција” у *Зборнику радова са седмог међународног симпозија*, Неум, 2006.

<sup>4</sup> Инвестиције, финансијске или реалне, односно неопипљиве обећавају повећање садашње вриједности потрошње, односно повећање богатства оних који их подузимају уз одређени ступањ ризика. Оне су, за разлику од штедње, одгађање потрошње уз одређени ризик гледе њихових резултата. Тако финансијска тржишта омогућавају алокацију ризика, али и његову редукуцију кориштењем диверсификације. Видјети у: Thomas E. Copeland, J. Fred Weston, Kuldeep Shastri, *Financial Theory and Corporate Policy*, четврто издање, Pearson Addison Wesley, Boston, 2005.

штава. То се остварује кроз међузависност примарног и секундарног тржишта капитала.

Са становишта привреде у цјелини, наглашена је улога примарног тржишта, које треба доводити капитал и новац у привредне субјекте, уз најниже трошкове. Тако би примарно тржиште капитала требало бити, заједно с новчаним и другим финансијским тржиштима, најбољи алокатор новца и капитала у привреди, омогућујући најбољим пословним опортунитетима одговарајуће финансирање. У том смислу би финансијско тржиште, посебно тржиште капитала, требало на најбољи начин укрупњавати минијатуризовану децентрализовану штедњу становништва, створити различите финансијске изборе за довољно профитабилне инвестицијске пројекте, смањити цјеновне и потписничке распоне као и друге трансакцијске трошкове, те тиме допринијети свеобухватном расту и развоју привреде у оквиру које је и основано.

За остварење претходно описане улоге примарног тржишта, неопходно је његово функционисање у међузависности са секундарним. Секундарно тржиште треба омогућити довољно атрактивне финансијске инструменте расположиве улагачима, спремних на одређени ниво ризика, као алтернативе „класичним” облицима штедње. Међу тим финансијским инструментима доминирају акције као финансијски инструменти директно повезани с реалним пројектима јавних акционарских друштава. Да би удовољиле својој функцији, посредовања између реалних и финансијских инвестиција, нужно се претпостављања постојање њихове ликвидности. Могућност продаје акција по очекиваним цијенама у којима је укључена чиста садашња вриједност инвестиција које предузимају јавна акционарска друштва, а које је препознало „паметно” тржиште капитала, предуслов су функционисања паметног, разборитог тржишта капитала, које може осигурати посредничку улогу предузећа, проматрану кроз његов дуалитет: инвеститор и инвестиција.

Говорећи о финансијским тржиштима, па тако и о тржишту капитала, често се, у духу теоријског промишљања, мисли на укупно тржиште које је изразито ефикасно, успјешно, тако да се приближава савршеном тржишту. Међутим, укупно је тржиште сегментирано и слојевито, а поједини сегменти су различите дјелотворности. Уобичајено се укупно тржиште разликује у вези са финансијским инструментима којима се на њему тргује, али и у вези са степеном организованости појединих тржишних сегмената. Будући да је ова расправа

фокусирана, првенствено, на акције, може се говорити и о тржишту акција, односно тржишту власничке главнице. Тржиште власничке главнице такође је сегментирано и слојевито. Ваља га барем разликовати кроз спонтано и организовано тржиште акција, односно власничке главнице јавних акционарских друштава.

Спонтано тржиште власничке главнице одвија се приватним емисијама главнице и спонтаним трансакцијама купопродаје, које укључују и различите облике преузимања, стицања и спајања као и друге пословне комбинације. Са становишта било каквог значајнијег облика примарног тржишта, доминантну улогу има индустрија ризичног капитала која путем пословних анђела, фондова ризичног капитала,<sup>5</sup> технолошких паркова, пословних инкубатора и различитих облика државног потицања, представља добављаче новца и капитала за, по правилу, мала и средња предузећа, односно за оне пословне ентитете који не испуњавају строге захтјеве уврштења организованих тржишта капитала.<sup>6</sup> Са становишта секундарног трговања власничким главницама предузећа чији власнички финансијски инструменти нису уврштени на организована тржишта, опет се намеће индустрија ризичног капитала. Када је та индустрија добро развијена, појединачни фондови ризичног капитала специјализују се за различите фазе у животном вијеку предузећа, полазећи од финансирања вредновања предузетничке идеје и самог оснивања предузећа, преко почетног и развојног финансирања, па до финансирања експанзије и раста све до евентуалног излажења у јавност првом јавном емисијом акција.<sup>7</sup> Остале могућности секундарног трговања своде се углавном на

---

<sup>5</sup> Марко Чижмек, Улога фондова ризичног капитала у развоју малих и средњих подuzeћа, у зборнику, Рачуноводство, финансије и ревизија у савременим господарским увјетима, Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, Загреб, 2002.

<sup>6</sup> О индустрији ризичног капитала видјети детаљније у: Силвије Орсаг, „Финансирање малих и средњих подuzeћа”, у зборнику с 5. међународног симпозија, *Институционални оквир и реалне претпоставке за реформу финансијског система БиХ сукладно стандардима (захтјевима) Еуропске комисије*, Фироцон, Међугорје, 2010.

<sup>7</sup> Видјети детаљније, на примјер, у: Colin Aarnoson, *The equity environment*, у зборнику, *Going Public, The Essential Guide to Flotation*, редакција Jonathan Eeuvid, Kogan Page Limited, London, 2003.



радничко акционарство<sup>8</sup> или на различите облике стицања и преузимања приватних предузећа.

Насупрот спонтаном трговању власничком главницом, постоји оно организовано. Ради се о много гламурознијем тржишту, тржишту с добро документованом историјом и, на основу тога, предвидивом будућности. Ради се о тржишту које, у највећој мјери, одговара претпоставкама дјелотворног тржишта, а сама дјелотворност често се доказује примјеном одређених тестова дјелотворности механизма организованог тржишта капитала. У средишту тога организованог трговања налази се берза, као софистицирана организација транспарентног мултилатералног такмичења секундарног трговања. Примарно трговање одвија се у условима регулиране комуникације с инвеститорском јавношћу, а тржиште корпорацијске контроле привлачи велики дио инвеститорске јавности због регулаторних правила којима се настоје штитити мали акционари.

## 2. Организовано трговање главницом

Због вјеровања у дјелотворност организованог трговања и потврда постојања одређеног степена ефикасности,<sup>9</sup> односно дјелотворности, барем, највећих и најразвијенијих тржишта капитала,<sup>10</sup> не зачуђује посебна брига државе или локалне заједнице за његово одржавање, развој и што дјелотворније понашање. И код организованог тр-

---

<sup>8</sup> Детаљније о улози радничког, односно запосленичког дионичарства у: С. Орсаг, „Опције на дионице потицај ефикаснијем управљању друштвима”, у зборнику за седмог међународног семинара у Дубровнику 2007., *Корпоративно управљање*, Ревизон, Сарајево 2008., или у: Силвије Орсаг, „Неузравни инвеститор или кратка расправа о радничком дионичарству”, у зборнику радова III међународног симпозија, *Глобализација – утјецај на финансије и рачуноводство земаља у транзицији*, Фирџон, Мостар, 2008.

<sup>9</sup> Хипотезу ефикасног тржишта, као и основне облике ефикасности и могућности њихова мјерења у финансијску је економију увео Е. Ф. Фама („*The Behavior of Stock Prices*”, *Journal of Business*, January, 1965.; „*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, *Journal of Business*, May, 1970.).

<sup>10</sup> Углавном велика већина тестова америчког тржишта капитала свједочи о његовој слабој, а одређени број тестова и о средњој ефикасности. За мања, као и мање развијена тржишта мање је потврда барем слабе ефикасности. Видјети приказ различитих тестова ефикасности различитих тржишта капитала у: Тајана Барбић, „Тестирање ефикасности тржишта капитала земаља средње и источне Еуропе, магистарски рад, Економски факултет – Загреб, 2009. године.

жишта власничке главнице, могуће је посматрати сегментираност и слојевитост тржишта. Без обзира на доказе ефикасности највећих и најразвијенијих тржишта и код њих је могуће уочити сулудо понашање људи,<sup>11</sup> односно еуфорично понашање Грахамовог „Господина тржишта”.<sup>12</sup>

## 2.1. Структура организованог трговања

Својим гламуром у структури организованог трговања свакако доминира берза акција и, евентуално, других хартија од вриједности. Она је, првенствено, секундарно тржиште, иако се, у одређеној мјери, преко ње одвија и дио трансакција примарног карактера. Берза би требала дјелотворно спајати различите учеснике трговања: инвеститоре, шпекуланте и арбитражере на принципима транспарентног мултилатералног такмичења. Стога би и цијене које се формирају таквим такмичењем требале, у највећој мјери, одговарати фер, односно правичним цијенама. На тај начин кретање цијена на берзи, које се уобичајено приказује одређеним индексима и просјецима, узима као индикатор кретања укупне привреде, а заједно с кретањем волумена трговања, и као израз степена оптимизма, односно песимизма улагача.

Овако описана берза претпоставља да су на њој уврштене акције јавних друштава, оних довољно велике вриједности главнице и довољне масе акција дистрибуиране широкој инвестицијској јавности да би им се осигурало активно трговање, а тако и ликвидност. Под ликвидношћу се примарно подразумева могућност продаје по очекиваним цијенама, а она је већа што је вјероватноћа очекиваних цијена већа. Уз то се захтијева активно трговање тим акцијама, и то у довољним дневним количинама да би се, са становишта малих улагача, у цјелини реализовала њихова држања. То надаље, захтијева постојање мноштва уврштених акција и алтернативних могућности улагања као што су различите обвезнице и удјели у фондовима, како би се реализовани новац могао поновно уложити, односно како би се могла модификовати инвестицијска позиција.

<sup>11</sup> Парафраза Newtonove изјаве да може предвидјети кретање небеских тијела, а не и сулудо понашање људи. Видјети у: С. Орсаг, „Мала школа инвестирања или „разумни улагач””, *Финанцијски прописи и пракса*, Фирзон, Мостар, 5/2008.

<sup>12</sup> Benjamin Graham, *Intelligent Investor*, komentari Jason Zweig, предговор Warren E. Buffett, коментари уз хрватско издање Силвије Орсаг, Масмедиа, Загреб, 2006.

Примарно трговање на организованом тржишту капитала одвија се под условима јавне емисије. Код већ уврштених јавних друштава на берзи, нове емисије акција могу се проводити на начин да се проспектом, који је одобрио регулатор и сама берза, позива цјелокупна инвестицијска јавност на упис и уплату новоемитираних акција, по правилу, провођењем емисије у књигама<sup>13</sup> или да се, поштујући право прече куповине акција нове емисије, проведе ограничени јавни пласман, тако да се прво проспектом позову постојећи акционари на куповину новоемитованих акција, а онај дио емисије коју не прихвате првопозвани купци, нуди се цјелокупној јавности. При томе се повећање атрактивности и транспарентности емисије осигурава посредовањем инвестицијског банкарства, а цјелокупна се емисија одвија под дужном пажњом регулатора тржишта.<sup>14</sup>

Излажење у јавност је поступак којим се приватно друштво претвара у јавно акционарско друштво. Спроводи се увођењем, односно уврштавањем акција на берзу, а сам поступак често прати прва јавна емисија, односно иницијална јавна понуда акција – IPO.<sup>15</sup> Излажење у јавност доводи на организовано тржиште нове акције, оне квантитете и квалитете која је потребна за уврштавање тих инструмената. Тако се проширује цјелокупно тржиште, чиме се омогућава већи степен диверсификације инвестиција, а тиме и квалитетније управљање инвестицијским портфолиом. Излажења у јавност су за недовољно образоване и недовољно искусне улагаче инвестиције релативно значајнијег ризика, па се убичајено и проводе уз широку подршку финансијске индустрије, и то у вријеме када је тржиште довољно „загријано” да прихвата нове акције.

Трећи сегмент организованог тржишта главнице је тржиште корпорацијске контроле, односно тржиште на којем се одвијају јавна

---

<sup>13</sup> Опширније о томе у: R. A. Brealey and K. Nyborg, „*New equity issues and raising cash*”, у зборнику *Mastering Finance*, Financial Times Prentice Hall, London 1998.

<sup>14</sup> Изузетак су приватне емисије дионица усмјерене искључиво на постојеће дионичаре, бонусне емисије или планови реинвестирања дивиденди, чак и уз ограничену непропорционалну дистрибуцију дионица или чак и новим дионичарима. И овдје се тражи прихваћање проспекта без обзира што се, у правилу, нити не ради о емисијама које (битно) повећавају власничку главницу друштва. Опширније о томе у Силвије Орсаг, *Вриједносни папири*, цитирано дјело.

<sup>15</sup> Опширније о поступку излажења у јавност у: С. Орсаг, Д. Гулин, *Пословне комбинације*, Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, Загреб, 1998.

преузимања, те друга јавна стицања и спајања друштава, као и друге пословне комбинације. Цјелокупни процес борбе за стицање корпорацијске контроле одвија се у оквирима законски регулисаних процедура, а надгледа га регулатор тржишта, са циљем заштите малих акционара.<sup>16</sup> Да би заштита била дјелотворна, нужно је да је битка за корпорацијском контролом оних јавних акционарских друштава чије акције и, евентуално, други утрживи инструменти финансирања имају активно тржиште и потребну ликвидност. Тржиште корпорацијске контроле има важан задатак смањивања проблема агената на релацији менаџмент-акционари, тјерајући менаџмент јавног друштва да због опасности остајања без бенефиција, стечених у друштву, воде дотично акционарско друштво у интересу самих акционара.

## 2.2. Живот у окружењу монопола

Организовано тржиште капитала описано је као паметно, дјелотворно тржиште. Историјски посматрано, статус таквог паметног, дјелотворног финансијског тржишта створиле су берзе акција и, евентуално, других хартија од вриједности. То им је донијело ослањање на мултилатерално такмичење купаца и продавца и очување транспарентности проведених трансакција. Строгим захтјевима уврштења друштава онемогућаван је улаз мањим и мање познатим друштвима којима је преостајало уврштење на евентуална друга локална тржишта, или пак искључиво спонтано тржиште. Подржавајући привид правичности, ма колико се она понекад чинила сулудом, берзе су постале институције од посебног друштвеног, односно државног интереса, што им је онда и омогућило изградњу посебног, монополистичког положаја средишње институције националног тржишта капитала.

Историјски посматрано, берзе су настајале као удружења трговца. Лондонска берза, на примјер, све до 1947. била је приватно друштво неограничене одговорности. Својим акционарима је доносила

---

<sup>16</sup> Пријатељска спајања и припајања, договори између менаџмента друштава у пословној комбинацији у највећој мјери измичу регулираном тржишту. Опћенито их је тешко надзирати и регулирати. Њихова је дјеломична регулација везана с нужношћу да одобрења на скупштини дионичара свих друштава у комбинацији па тако подлијежу опћенитој законској регулативи везаној уз дионичка друштва. Опширније у: Орсаг, Гулин, *Пословне комбинације*, цитирано дјело.

знатне дивиденде.<sup>17</sup> Након завршетка Другог свјетског рата, тачније 1947, претвара се у непрофитну (non for profit) организацију, као што је случај и с америчким берзама у то вријеме. Неке од берзи послова-ле су у државном власништву, или под значајним утјецајем државе на управљање, а најчешће их контролишу чланови који на њима осигуравају свој монополистички положај берзанских трговаца – само чланови могу обављати трансакције на берзи.

Стечени монопол берзе задржавају без обзира на слојевитост и сегментацију организованог тржишта капитала. Тако, на примјер, у САД постоји више берзи на савезном нивоу и одређени број локалних берзи. Ипак, традиционално није доведено у питање мјесто Њу-јоршке бурзе (New York Stock Exchange (NYSE)) на организованом тржишту. То се није десило нити оснивањем Америчке берзе (American Stock Exchange – ANEX),<sup>18</sup> а то се није десило чак нити у случају организовања тржишта националног удружења дилера које је окупило вишеструко већи број уврштених друштава од цјелокупног система америчких берзи (NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations). Тако је данас, на одређени начин, NYSE прва котација организованог тржишта акција САД, с претежно уврштеним најзначајнијим америчким јавним друштвима, AMEX друга котација, локалне берзе трећа котација или котација локалних тржишта, а NASDAQ котација за мања, брзорастућа друштва која послују, по правилу, у перспективним индустријским гранама.

Слично америчком тржишту, видљиво је и на другим великим и развијеним тржиштима. Разлика је у томе што се на европским тржиштима у оквиру централне берзе организује неколико котација, по узору на некадашње британско нелистајуће тржиште, које имају слабије услове уврштења од прве, званичне котације како би се осигурао приступ тржишту капитала и мањим друштвима.<sup>19</sup> То, наравно, не искључује постојање и локалних берзи, уз централну националну берзу.

---

<sup>17</sup> М. Ханжековић, *Вриједносни папири и њихово тржиште*, Институт за јавне финансије – Загреб, Загреб, 1989.

<sup>18</sup> Практички су AMEX основали трговци који су на плочнику испред данашње бурзе, а у близини Wall Streeta трговали са дионицама које нису биле уврштене на NYSE. М. Ханжековић, *Вриједносни папири и њихово тржиште*, цитирано дјело.

<sup>19</sup> *The Unlisted Securities Market, A Selection of Articles from the Investment Analyst*, редакција John Goodchild and Paul Hewitt, The Society of Investment Analysts, London, 1989.

### 2.3. Савремено окружење организованих тржишта капитала

Савремено окружење берзи, односно шире, организованих тржишта капитала, описују процеси глобализације свјетске привреде, посебно на подручју финансија. Глобализацију је пратила хармонизација услова пословања, као и хармонизација финансијског извјештавања, прилагођена интересима растуће мултинационалне финансијске индустрије, те различити интеграцијски процеси између држава и различити облици привредних савеза. Све је то било додатно потакнуто новим либерализмом, и интерним и екстерним, односно органским и неорганским растом финансијских институција које су почеле пословати на глобалном међународном тржишту, организујући се у својим подружницама према условима и регулативи појединих држава. На тај начин су мултинационалне финансијске институције започеле с рушењем традиционалних баријера које су осигуравале монопол берзама као фундаменталним институцијама националних тржишта капитала.

Паралелно с процесима глобализације и либерализације, те рушења баријера националних тржишта капитала, одвијале су се и бурне технолошке промјене, условљене наглим развојем електронике, нарочито на подручјима телекомуникација, те информатизације и интернетизације цјелокупног свијета. Са становишта дјеловања берзи, појавиле су се нове електронске платформе трговања. Оне нису угрозиле централни положај берзи и монопол уврштења акција, али су натјерале берзе на увођење електронског трговања, без обзира на настојања, нарочито америчких берзи, за континуирано подржавање традиционалног трговања, директним извикивањем курса на паркету берзе. Са становишта брокерских кућа чланица берзи, развој технологије изазвао је одређену конкуренцију, настајањем е-брокера преко којих појединци могу трговати директним давањем налога, путем компјутера, уз знатно смањење трансакцијског трошка.

Глобализација коју је пратио раст мултинационалних друштава, и, посебно, мултинационалних финансијских институција постепено су мијењали окружење пословања берзи. Најприје је започео тренд паралелног уврштавања јавних акционарских друштава и на берзе изван домицилних тржишта капитала. Осим што су таква уврштења била мотивисана настојањем прибављања капитала на глобалном тржишту, та су уврштења била значајно повезана с растућим таласом стицања и спајања, те преузимања друштава на међународном нивоу. Паралелна уврштавања јавних акционарских друштава на недоми-

цилна тржишта капитала постепено су уводила конкуренцију у некадашње доминантно монополистичко окружење пословања берзи.

Убрзавањем промјена окружења пословања, постепено су се трансформисале берзе: од непрофитних (не с циљем профита) институција, у профитно оријентисана друштва. Профитну оријентацију берзи потврђују и уврштавања њихових акција на организовано трговање. Та промјена оријентације и пословне филозофије, уопште, појачала је конкуренцију међу берзама и подстакла талас пословних комбинација међу берзама које се огледају: почевши од различитих облика међусобне пословне сарадње, до различитих облика стицања и спајања. Раст нових економија Азије интензивирао је оснивање нових организованих тржишта акција и других хартија од вриједности, као и повећан значај тржишта у настајању, односно, популарним жаргоном, емерзивних тржишта. Настајање нових тржишта отворило је питање њиховог самосталног дјеловања у будућности и спекулације о проширењу таласа пословних комбинација и на та тржишта.

Тенденције сличне глобалнима, које су створиле окружење које је изазвало промјене пословне филозофије и пословне стратегије националних организованих тржишта капитала, могу се уочити и на европском тржишту капитала. Тако су и европске берзе све више профитно оријентисане, као што и њихове акције постају предметом трговања. Уз профитну оријентацију, значајно расте сарадња европских берзи и њихово повезивање кроз различите облике пословних комбинација. Исто тако, присутна су паралелна уврштења јавних друштава на различита недомицилна европска тржишта, као што је присутно и бујање нових берзи европских транзицијских земаља. С једне стране, специфичности европског тржишта капитала огледају се у самим интеграцијским процесима, са тенденцијама једне Уједињене Европе. С друге стране, специфичности се огледају у настајању нових берзи у свим транзицијским земљама Европе.

Пад Берлинског зида једна је од доминантних сличица које описују нестајање комунистичких режима у Европи, без обзира што је до демократских силница у тим земљама долазило и раније. Ова сличица представља и почетак доминантног процеса транзиције, тако насталих нових европских демократија. Једна од карактеристика тих процеса јесу и настајања нових европских тржишта капитала, односно нових европских берзи. Може се говорити и о процесима рефирмација берзи, затворених за вријеме владавине бивших режима. Како је транзиција различито започињала и имала различите интензитета настала су бројна тржишта хетерогене структуре према степе-

ну развоја и величини. Осим пољског и, наравно руског и украјинског тржишта, по правилу се ради о малим тржиштима, још увијек недовољно развијеним, како по ширини, тако и по дубини тржишта. При томе се, по правилу, данас ради о доминантно једној националној берзи у свакој од транзицијских држава.

Европско тржиште капитала у савременим условима обиљежавају интеграцијски процеси. Једна од интеграцијских силница је напредак технологије који убрзава трговања и смањује трансакцијске трошкове, а подстичу га и друге силнице. Једна од њих је свакако интензивнија хармонизација регулативе у свим подручјима привреде, а тако и на подручју тржишта капитала. Хармонизација регулативе додатно омогућава конкуренцију институција тржишта капитала, али и условљава потребу њихове сарадње како би се омогућило финансирање заједничког европског тржишта капитала. Постепено преузимање заједничке валуте од више чланица еврозоне додатно смањује валутне ризике и придонosi интеграцијским процесима на европском тржишту капитала.

Интеграцијске силнице европског тржишта одражавају се на нова транзицијских тржишта, без обзира на различитост њихова положаја у интеграцији Европе. Неке од њих већ су чланице Европске уније, неке су на прагу чланства, а неке још релативно далеко. Развијеност домаћег организованог тржишта нужно не кореспондира са степеном интегрираности у уједињеној Европи. Прихватајући стандарде регулативе финансијских тржишта, транзицијске земље нужно придоносе интеграцији својих (емерзивних) тржишта с европским, али и интеграцији с глобалним тржиштем капитала. Процеси се огледају у заједничким играчима на тим тржиштима, транснационалним интеграцијама финансијских институција, усклађивању с регулативном Европске уније и свјетског тржишта капитала што све придонosi интензивирању дјеловања закона једне цијене на широком простору националних тржишта капитала традиционалних чланица Европске уније и транзицијских земља.

### **3. Интермецо – транзицијске финансијске приче**

Домаће финансијско тржиште расло је и развијало се у оквиру транзицијске стварности, различитим интензитетом, те различитом дубином и ширином. У том је смислу оптерећено наслеђем и очекивањима у чијим комбинацијама настају зачеци савремене финансијске индустрије у транзицијским земљама. Утицај транзиције и при-



ватизације, с једне стране, те директних страних улагања, с друге стране, може се описати типичним прозним сликама које карактеришу транзицијско домаће финансијско тржиште,<sup>20</sup> односно неке његове досадашње фазе развоја.

<sup>20</sup> Сlike су посуђене из: Силвије Орсаг, „Регулација тржишта”, у зборнику 40 Симпозија: Усклађивање хрватског рачуноводственог и финансијског законодавства с правном стечевином Еуропске уније, Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, Загреб, 2006., стр. 93-100.

**Слика 1: Финансијске кризе на домаћи начин:** Финансијски инжењеринг, стара девизна штедња, банкарска криза, докапитализација преузете банке од иноземног „стратешког партнера” уз цијене дионица ниже од оних код преузимања, пропадање портфеља на валутном терминском тржишту, пресуде темељем претпостављене неуставности само су неки од облика појављивања различитих стресова на домаћем финансијском тржишту. Неки од тих стресова озбиљно су угрозили финансијски систем с опасношћу ланчаних реакција на цјелокупну привреду. Неке су пратиле неспремне реакције које су само продубљивали кризу, друге правовремене мудре реакције којим је криза ријешена прије самог јављања. Оне треће можда ће се суочити с обједињеним финансијским заштитарима.

**Слика 2: Разуђеност финансијске индустрије на домаћи начин:** Једну банку преузела је Банка сељачка слога, д.д. из Еча из пријатељске сусједне нам Блитве. Банка сељачка слога Загреб основала је брокерску кућу Сељачка слога брокерс, д.о.о. и продала је Банци сељачка слога, д.д. из Раца из сусједне нам пријатељске Блитве. Банка сељачка слога Загреб основала је и Стамбену штедионицу сељачка слога, д.д. коју је продала Стамбеној штедионици сељачка слога из Еча, д.д. из пријатељске сусједне нам Блитве. Банка сељачка слога, д.д. из Инца из пријатељске сусједне нам Блитве основала је у Загребу Лизинг сељачка слога, д.о.о. Коначно, Сељачка слога инвестмент банк из Раца из пријатељске нам сусједне Блитве основала је у Загребу Сељачка слога инвестмент банк, д.о.о. Тако је у транзицијском Загребу основано пет специјализираних финансијских твртки. Оне су, додуше, потпуно у страном власништву али то нам је пријатељска сусједна земља. Добро је што свака од твртки има различитог власника тако да се је појачала конкуренција на домаћем финансијском тржишту у правцу разбијања банкарског олигопола.

**Слика 3: Трансфер сувремених финансијских технологија на домаћи начин:** Једну већу домаћу банку преузео је банкарски ланац из сусједне нам и пријатељске Блестоније и донио им могућност кориштења Лотус таблице за унакрсна прерачунавања који се може користити и на сувременим рачуналима из серије 286 чиме се битно поправио рачунални операцијски систем домаће банке. Моћна Блатвијска земаљска банка преузела посрнула али санирану домаћу банку и у њу увела сувремену технологију интерне контроле и интерне ревизије, након чега је из само њима познатих разлога препустила ту банку домаћој влади за један новчић. Инвестицијска твртка са егзотичних нам Силванских отока преузима полу-пропале домаће банке у које ће увести револуционарно пословање с картицама темељем искуства са сличним трансакцијама обављеним у додуше не сусједним али пријатељским транзицијским земљама на заједничком путу за Еуропу, ма гдје она била.

Дио тог тржишта је и домаће тржиште капитала, које има својих карактеристичних сличица као што је, на примјер, била најава оснивања треће берзе у Хрватској, или постојање двије берзе и три регулатора тржишта капитала у Босни и Херцеговини. Међутим, те су сличице уобичајено мање скандалозне него оне описане уз финансијско тржиште уопште. Да ипак све не би било претјерано милозвучно, побринуле су се „госпође” транзиција и приватизација, које су у сарадњи с „господином” правосуђем дали благи скандалозни „гланц” историји домаћег тржишта капитала у транзицијским условима. Наравно да се овдје не занемарује нити допринос политике, као једне од најстаријих дјелатности у историји човјечанства. Насупрот томе, то је исто тржиште у одређеним околностима дало назнаке могућег кориштења у процесима реструктурирања привреде,<sup>21</sup> као и за другачије финансирање домаћих јавно држаних акционарских друштава.<sup>22</sup>

Криза је додатно утицала на окружење тржишта капитала транзицијских земаља. Представници берзи гледају искључиво на повећање промета, па се залажу за приватизацију преко берзи, емисију државног дуга преко берзи, продају мањинског власништва државе преко берзи и било шта друго како би се повећао обим трговања и оправдало постојање берзе. Власници берзи, брокерске куће, посебно оне изван банкарских група, виде могућност зараде њиховом продајом некој већој берзи, у условима када су им профитни изгледи тако и тако ниски. Владе се углавном брину за доказивање како су све урадиле за излаз из кризе, па је питање будућности берзи за њих споредне природе, баш као и за опозицију која своју критику обликује доказујући како владе нису довољно учиниле за излазак из кризе. Углавном, никога не брине судбина берзи и домаћег организованог

---

<sup>21</sup> На примјер, купонска приватизација у Републици Хрватској гдје је домаће тржиште капитала показало како може служити у реструктурирању посрнутих предузећа и да може развијати поступке и инструменте реструктурирања примјерене ситуацији на тржишту. Могуће је говорити и о одређеном напретку приватизације преко механизма тржишта капитала.

<sup>22</sup> Поново се за илустрацију тврдње може узети новија пракса тржишта капитала у Републици Хрватској. Тако је у вријеме најдужег и највећег раста хрватског тржишта капитала, посебно након провођења приватизације великих пословних субјеката понудом преко тржишта капитала, дошло до интензивирања примарног тржишта капитала кроз неколико успјешно проведених иницијалних јавних понуда приватно држаних акционарских друштава на тржишту.

тржишта капитала и стратегије развоја домаће привреде након кризе. Најбоље нека стратегију развоја домаће привреде и берзи одреде странци.

#### **4. Мала тржишта капитала**

Доминантна економска и, посебно, финансијска теорија окренута је изучавању и објашњењу великих националних економија и на њима темељених великих организованих тржишта капитала. У фокусу разматрања је, најчешће, организовано америчко тржиште капитала и његове берзе, односно америчко тржиште преко шалтера као најшира котација америчких јавних акционарских друштава. Тако се велико тржиште, унутар развијене националне економије и уз дуготрајну традицију берзи и дилерског трговања хартијама од вриједности, чини изразито успјешним, а може се и сматрати довољно успјешно, осим у условима када је претјерано прегријано, или пак претјерано охлађено. Због наглашене величине може се једноставно устврдити како је успјешно тржиште засновано на игри великих бројева. Насупрот томе, мноштво је малих тржишта капитала, која листају акције јавних друштава у различитим условима развијености националне привреде, али и различите традиције тржишне утакмице и традиције организованог трговања акцијама и другим хартијама од вриједности.

##### **4.1. Успјешно тржиште – игра великих бројева**

Успјешност финансијских тржишта, посебно тржишта капитала, зависи од економије великих бројева. Игра великих бројева нужна је, како за успјешно функционисање примарног, тако и за успјешно функционисање секундарног тржишта капитала. Игра великих бројева, или економија обима важна је и за примјену одговарајућих техника управљања инвестицијама и инвестицијским портфолијима.

Економија размјера потребна је код емисије акција и других инструмената како би се смањили трошкови информацијског јаза, односно асиметричности информација између емитената и потенци-

јалних инвеститора.<sup>23</sup> Смањивање информацијског јаза одвија се преко механизма јавне емисије и емисијског проспекта. За то важну улогу имају послови инвестицијског банкарства, односно послови веле-трговина хартијама од вриједности.<sup>24</sup> Само мноштво емисија акција и других вриједносних хартија може створити респектабилно инвестицијско банкарство, које ће осигурати довољан ниво повјерења у такве финансијске институције и информације које објављује акционарско друштво, а за чију исправност гарантује управо инвестицијско банкарство. У пракси развијеног тржишта капитала, то се све може посматрати кроз обављање потписничке функције инвестицијског банкарства.<sup>25</sup> Директни и индиректни трошкови које имају инвестицијски банкари обављајући потписивање, у значајној су мјери фиксног карактера, тако да је за успјешну емисију потребна значајна емисијска вриједност, која ће спустити потписничке и друге трошкове на ниво који гарантује успјешност емисије наспрам других облика финансирања. Слично потписничким трошковима, понашају се и трошкови везани уз само обликовање емисије и дистрибуцију емитованих вриједносних хартија, тако да се поновно намеће економија размјера као нужна претпоставка минимализације трошкова емисије акција и других хартија од вриједности.

Како би секундарно тржиште омогућило довољну атрактивност уврштеним хартијама од вриједности, поновно је неопходна економија размјера. Неопходно је постојање значајније количине појединачних хартија од вриједности како би могле стално циркулисати купопродајним каналима секундарног тржишта, за осигурање њихове ликвидности, са становишта малих инвеститора.<sup>26</sup> Осима мини-

---

<sup>23</sup> Опширније о информацијским потребама за одговарајућу ефикасност тржишта у: Laurent Germain, „*Market efficiency: a mirror for information*”, у зборнику *Mastering Finance*, Financial Times Prentice Hall, London 1998.

<sup>24</sup> R. A. Bready and K. Nyborg, „*New equity issues and raising cash*”, у зборнику *Mastering Finance*, Financial Times Prentice Hall, London 1998. Или B. Prodhon, *The Board and Financial Management*, Business Books Limited, London, 1979.

<sup>25</sup> О потписничкој функцији и преузимању ризика емисије опширније у: Силвије Орсаг, *Вриједносних папери*, цитирано дјело.

<sup>26</sup> Ликвидност постоји ако је дневни промет довољан да осигура особи која не држи велики блок акција, односно малом инвеститору, могућност њихове продаје по очекиваној цијени. Што је вјеројатноћа остваривања те цијене већа, већа је и ликвидност такве акције. Опширније у: Силвије Орсаг, *Вриједносни папери*, цитирано дјело.

малне количине појединачних инвестиција, за одржавање активног тржишта потребан је и велики ниво развијености трговине на мало како би се осигурао неопходан ниво конкуренције пружања услуге, а самим тиме и како би трансакцијски трошкови, релативно посматрани, били што је могуће мањи, те како би се исплатила и сама производња информација о уврштеним вриједносним хартијама на тржишту, а које би континуирано смањивале информацијски јаз.

Економија великих бројева неопходна је и за успјешно формирање цијена на тржишту. Наиме, за ефикасно тржиште, барем у слабом облику, нужно је да се цијене акција и осталих инвестиција на тржишту у кратком року крећу по обрасцу случајног хода. Другим ријечима: тренутне цијене не слиједе никакве прошле обрасце јер су у њима већ уграђене све информације о кретању прошлих цијена.<sup>27</sup> Уз мале бројеве инвеститори се морају оријентисати на мањи број расположивих инвестиција, тако да је, што је мање расположивих инвестицијских избора, већа вјероватноћа да се појављују неки обрасци кретања условљени стандардом дистрибуцијом новца међу појединцима и институционалним инвеститорима, као и другим аномалијама тржишта.<sup>28</sup> С друге стране, економија великих бројева вриједи и у вези са мноштвом инвеститора који се појављују на великим развијеним тржиштима капитала, што битно смањује вјероватноћу да ће се у кратком року инвеститори одређити за улагања у само један ограничени број инвестиција.

Постојање мноштва инвестицијских избора, неопходно је за потребан ниво диверсификације улагања која би успјешно елиминисала несистематске ризике улагачима.<sup>29</sup> Без такве претпоставке пасивна стратегија управљања портфолиом не осигурава довољно стабил-

---

<sup>27</sup> Зато је немогуће побједити тржиште техничком анализом, дакле изградњом стратегије трговања која се заснива на обрасцима кретања цијена. О техничкој анализи опширније у: John J. Murphy, *Technical Analysis of the Financial Markets, A Comprehensive guide to trading methods and applications*, New York Institute of Finance, 1999.

<sup>28</sup> Аномалије дјеловања тржишта капитала изучавају бихевиористичке финансије. Види у: Силвије Орсаг, „*Бихевиористичке финансије*”, у зборнику с XI. међународног симпозија *Европски пут БиХ у функцији развоја*, Неум, 2010.

<sup>29</sup> Ризике који су резултат околности које утичу искључиво на једно, или само на неколико друштава тако да се могу елиминисати довољно дубоком диверсификацијом. Опширније у: Силвије Орсаг, *Вриједносни папири*, цитирано дјело.

не приносе. Надаље, за успјешно кориштење индекса и просјека као инструмената анализе инвестиција, инструмената управљања инвестицијама и инструмената контроле професионалних управитеља инвестицијским портфолијима, поново захтијева значајан број акција који ће обликовати индексе за које је могуће очекивати да ће у највећој могућој мјери бити очишћени од несистематских ризика. Како би услуге управљања инвестицијама биле цјеновно приступачне великом кругу појединачних инвеститора, поново је потребна игра великих бројева.

#### 4.2. Проблем малих бројева и транзицијских услова

Када се посматрају тржишта капитала малих економија, нужно се јавља проблем малог броја респектабилних друштава чије би се акције и други инструменти могли уврстити на организовано трговање. Мали број понуђених инструмената смањује број инвестицијских избора, смањује домете диверсификације и могућности управљања инвестицијским портфолијима на начин како то захтијевају правила професије. Мали број респектабилних друштава изазива и проблем мјерења кретања тржишта и могућности кориштења тржишних индекса и просјека као бенцмарк за вођење портфолија, јер су често под доминантним утицајима кретања цијена само неколико друштава. Мали број уврштених акција на организовано тржиште смањује могућности гранске и друге специјализације аналитичара на тржишту. То се поново одражава на трансакцијске трошкове и производњу информација о уврштеним инвестицијама, јер не постоје могућности поређења.

Проблем малих бројева налази се и на страни потражње за инвестицијама. Мали број потенцијалних инвеститора, с једне стране, ограничава успјешност прибављања капитала јавном емисијом вриједносних хартија, а, с друге стране, смањује ниво потребног трговања која би осигурао да секундарно трговање буде довољно активно и да се створи ликвидност понуђених инвестиција на нивоу који би привукао мање агресивне штедише на алтернативна улагања. На тај се начин мала тржишта капитала морају континуирано борити с проблемом ликвидности, како цијелог тржишта, тако и појединачних хартија од вриједности. Због немогућности игре великих бројева, на таквим ће тржиштима трансакцијски трошкови представљати додатне препреке континуираном репозиционирању инвеститора.

Због свега тога може се провоцирати дјелотворност малих тржишта, као и формирање цијена инвестиција на тим тржиштима у кратком року, према обрасцима случајног хода.

Мала тржишта капитала настала у Централној и Југоисточној Европи могу се описати као емерзивна тржишта, односно тржишта у настајању, која су оптерећена транзицијским процесима цјелокупних привреда у оквиру којих су настала.<sup>30</sup> Како се ради углавном о малим тржиштима, с изузетком пољског, сва су значајно оптерећена проблемом немогућности одвијања организованог трговања, заснованог на великим бројевима. Пракса развијених европских малих тржишта капитала показује како је и у таквим условима могуће организovati транспарентно тржиште, које ће, у великој мјери, омогућити предузећима проширење финансијских избора, а појединцима могућност атрактивног инвестирања, без улажења у предузетничке процесе. Међутим, и та респектабилна мала тржишта капитала данас притишћу промијењене околности, па су присиљена на међусобну сарадњу, као и на сарадњу с великим европским тржиштима, односно са паневропским тржиштем у настајању, које се већ дјелимично може видјети на тржишту обвезница. У том се смислу намеће питање: постоји ли уопште вријеме које би омогућило одговарајући развој малих европских емерзивних тржишта без икакве сарадње са себи сличним тржиштима, са другим појединачним тржиштима, односно с европским тржиштем капитала у настајању? При томе треба имати у виду не само намјере домаће индустрије инвестиција, већ и појачану конкуренцију и појачане аквизицијске процесе на свјетском тржишту капитала.

## **5. Провоцирање будућности малих тржишта**

Један од могућих сценарија будућности малих емерзивних европских берзи је и настављање њиховог самосталног пословања. Ако би то био резултат искључиво повезан с одржавањем „националног по-

---

<sup>30</sup> Прецизности ради, у већини тих држава постојале су берзе у раздобљима прије завршетка Другог свјетског рата. Напуштањем тржишног начина привреде у тим државама, односно на тим просторима, затворене су берзе и друге институције тржишта капитала. Због релативно дугог раздобља од затварања па до поновног оснивања берзи, може се говорити да на тржиштима капитала у тим земљама не постоји традиција берзанског трговања.

носа”, један од могућих, чак и вјероватних, исхода таквог сценарија је постепено одумирање тржишта, нарочита ако се узму у обзир и неминовни интеграцијски процеси у оквиру идеје о уједињеној Европи. Како би се сачувале од стагнације и постепеног пропадања, такве би мале локалне берзе морале ући у процесе специјализације којима би се усмјеравале на специфичне тржишне сегменте, с нужном последицом релативно високих трансакцијских трошкова. Вјероватни сегмент специјализације било би тржиште мањих брзорастућих предузећа и, евентуална, додатна специјализација према организовању индустрије ризичног капитала. Не улазећи у расправу о потреби развоја тржишта и на споменути сегментима, трошкови такве специјализације могли би се редуковати ако би берзе задржале и послове с транспарентним дијелом јавних акционарских друштава.

Други могући сценарији будућности малих емерзивних европских берзи везани су уз сарадњу с другим развијеним и/или емерзивним тржиштима. При томе, основа сарадње може бити уговор, односно споразум или, пак, удруживање капитала, односно преузимање емерзивних берзи као профитабилних акционарских друштава, односно друштава с потенцијалима профита за преузимааче. Када се ради о споразумној сарадњи, она се може одвијати на равноправним основама, али и уз наметање одређене лидерске позиције развијенијих тржишта. Први корак у тој споразумној сарадњи свакако је омогућавање унакрсног листања јавних друштава из регије на недомицилним тржиштима. Напреднији облици сарадње требали би омогућити регионално листање акција, па све до различитих интензивнијих облика сарадње и међусобних спајања.

### 5.1. Унакрсно листање

Унакрсно листање акција (cross listing of shares) настаје када се акције друштава листају на једној или више берзи као додатак за листање на домаћим берзама. Примјери таквог листања јесу, International Depositary Receipt (IDR) и Global Registered Shares (GRS). Унакрсно листање је изворно у домени одлуке јавног друштва које, уз своје примарно листање на берзи у земљи гдје је основано, затражи и секундарно листање на берзи у некој другој земљи. На примјер, многа велика канадска друштва паралелно се листају уз домицилну берзу у Торонту на америчким берзама. Исто тако су се највећа хрватска јавна друштва паралелно уврштавала уз листање на Загребач-



кој берзи и на секундарно листање у Лондону. Унакрсно листање односи се и на паралелно листање на два или више домаћа тржишта, као што је био случај с многим хрватским јавним друштвима у вријеме када је, уз Загребачку берзу, постојала и Вараждинска берза.

Мотив за унакрсно листање јавна друштва могу пронаћи у лакшем и јефтинијем прибављању капитала. Roosenboom и van Dijk истичу слиједеће мотиве унакрсног листања:<sup>31</sup> (1) тржишна сегментација, под чиме подразумијевају могућност снижавања трошка капитала због боље приступачности акција глобалним инвеститорима чији је приступ, иначе, ограничен сегментирањем тржишта преко националних берзи; (2) ликвидност тржишта, под чиме подразумијевају додатну редуцију трошка капитала због листања на дубљим и ликвиднијим тржиштима; (3) унапријеђеном објављивању информација, под чиме подразумијевају прихваћање ригорознијих и софистициранијих стандарда финансијског извјештавања, а тиме и потпуније комуникације с инвеститорима; (4) заштита инвеститора, под чиме се поново подразумијева користи од унапређенија заштите инвеститора због ригорозније регулативе на недомицилном тржишту; те (5) остале разлоге као што су бољи третман на тржиштима робе и рада, улажење у стране пословне комбинације и сл.

Унакрсно листање повезано је и с трошковним недостацима. Они се могу односити на додатне захтјеве за комуникацијом с инвеститорском јавношћу, додатне трошкове извјештавања и осигурања захтјева за јавним објављивањем података и информација. У том се смислу још увијек води расправа о томе колико је, примјерице, NYSE постала мање атрактивна за унакрсно листање увођењем повећаних захтјева кроз имплементацију Sarbanes-Ohley act-a.<sup>32</sup> Иако расправе још увијек нису резултирале стандардним налазом, уочено је да су мања акционарска друштва једним дијелом замијенила унакрсно листање у Америци с унакрсним листањем у Великој Британији, док велика друштва и даље настоје остварити користи кроз заштиту и

<sup>31</sup> Roosenboom, Peter, and Mathijs A. van Dijk, „The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter?” *Journal of Banking and Finance*, 2009, 33, 1898-1908.

<sup>32</sup> Видјети расправу: Doidge, Craig Andrew, Karolyi, George Andrew and Stulz, Rene M., „Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time”, (July 2007). ECGI – Finance Working Paper No. 173/2007.

транспарентност коју осигурава америчко тржиште.<sup>33</sup> Наравно да се, уз наведене трошкове, ту ради и о додатним накнадама трошкова листања на другој берзи.

Насупрот трошковима унакрсног листања, могу се поставити користи које се на тај начин могу остварити на кретање цијена јавног акционарског друштва чије акције су уврштене на унакрсном листању. Углавном су истраживања тих користи везана за унакрсно листање неамеричких јавних акционарских друштава на америчком тржишту. Већина тих студија налази да унакрсно листање неамеричких јавних акционарских друштава на америчким тржиштима позитивно утиче на цијене њихових акција.<sup>34</sup> Истраживања учинака унакрсног листања, углавном на лондонском тржишту, за хрватска јавна акционарска друштва на кретање цијена и на респектабилност тих акција, нажалост се нису проводила.

Док је унакрсно листање истражено барем за секундарним листањем на америчким тржиштима, о унакрсном листању на емерзивним тржиштима нема општеприхваћених доказа. Осим учинака тржишне сегментације којима би се смањиле међународне баријере за инвеститоре из регије, требало би очекивати и додатне учинке кроз својеврсно проширење тржишта и повећање инвестицијских избора, а вјероватно и кроз повећање финансијских избора за предузећа на примарном регионалном тржишту капитала. Унакрсно листање требало би и за мала, емерзивна тржишта у транзицијским земљама Средње и Југоисточне Европе омогућити одређене учинке економије великих бројева.

## 5.2. Регионална котација

Регионална котација акција је напреднији облик унакрсног листања. Ријеч је о дубљој и интензивнијој сарадњу малих емерзивних тржишта транзицијских држава регије бивше државе. Оваквим видом сарадње би могло створити тржиште које би интензивније користило учинке економије великих бројева. Мотив такве сарадње је уна-

---

<sup>33</sup> Piotroski, Joseph D. and Srinivasan, Suraj, „*Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*” (January 2008). Raspoloživo na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=956987>

<sup>34</sup> Miller, Darius, „*The market reaction to international cross-listings: Evidence from depositary receipts*”, *Journal of Financial Economics* 51, 1999, 103-123.

пређење основних функција организованих тржишта на нивоу привреда земаља у регији, првенствено снижавањем трошка капитала за уврштена јавна друштва на такву регионалну котацију. Мотиве би могла пронаћи и тржишта својом визијом опстанка и развоја у условима конкуренције, те финансијска индустрија регије повећањем дјелокруга пословања и могућношћу повезивања без угрожавања слободе тржишне утакмице. Од тога би имали користи и инвеститори стварањем довољног броја инвестицијских опротунитета за провођење успјешне диверсификације и кроз смањење трансакцијских трошкова.

Интензивнија сарадња берзи у регији, осигурањем регионалног листања, требала би утицати на снижење трансакцијских трошкова. У том смислу, проблеми са којима су суочена јавна друштва увођењем својих акција на друга недомицилна тржишта, требали би се готово занемарити. На примјер, регионални и други административни захтјеви, као и захтјеви у вези са комуникацијама са инвеститорском јавношћу се, тако и тако, хармонизују, ради настојања свих земаља регије за потпуном интеграцијом у Европску унију. Због различитог степена развоја привреда и самих тржишта капитала, инвеститори из регије су постепено улазили и на друга тржишта, слиједећи већ уочене обрасце понашања на домаћим развијенијим тржиштима. Због заједничке историје, мноштво друштвених, политичких и економских процеса одвија се по сличним обрасцима, чиме је омогућено лакше разумијевање збивања на тржиштима и реакција на одређене информације из окружења.

### **5.3. Други облици сарадње и повезивања малих тржишта**

Умјесто сарадње на нивоу регије, могућа је сарадња с другим групама тржишта у Средњој и Југоисточној Европи. Та се тржишта могу груписати на развијена и неразвијена. Тако би развијенија тржишта, на примјер, хрватско и словенско, логично требала сарађивати с развијенијим тржиштима, на примјер са мађарским и чешким, док би мање развијена требала тражити мање развијене партнере, на примјер бугарско и румунско тржиште. Облици сарадње могли би бити унакрсно листање, заједничка котација акција, или неки развијенији облици сарадње међу тим тржиштима.

Сарадња емерзивних тржишта може се остварити и с развијеним мањим европским тржиштима. Због историјског и географског зна-

чаја за регију, намеће се аустријско тржиште. Оваква сарадња претпоставља асиметричност, јер је логично очекивати интензивнији утјицај развијенијег тржишта, барем лидерством у сарадњи развијенијом индустријом вриједносних хартија, постојањем веће транспарентности и веће заштите инвеститора. Уз стварање заједничке котације, вјероватно се може очекивати и постепено удруживање тржишта. Иако се овакав сценариј може, због националног сентимента, посматрати као неповољан за поједина емерзивна тржишта, чињеница је да су очекивани учинци на побољшању тржишта капитала, и за емитенте и за инвеститоре, већи, јер се заснивају на већ истраженим користима унакрсног листања на ефикаснијим тржиштима.

Сарадња између тржишта у регији може резултирати различитим процесима њиховог добровољног удруживања спајањем, односно, уз изразитије дјеловање лидерства, припајањем. Припајање је логичан резултат интензивирања сарадње емерзивних с развијеним тржиштима. Међутим, како су се дебитна тржишта капитала трансформисала у профитабилна, односно друштва с профитним потенцијалима, може се очекивати и сценариј који ће се заснивати на непријатељским интеграцијама, кроз процесе стицања и преузимања малих емерзивних берзи. При томе се може и очекивати пристанак оснивача и власника тих берзи како би повећали своје, релативно слабе, профитне изгледе.

## **6. Финале – цртица о регионализацији малог европског емерзивног тржишта**

Регионална сарадња између малих, емерзивних тржишта капитала европских транзицијских земаља свакако је очекивани и пожељни сценарио развоја таквог регионалног тржишта капитала стварањем користи и за емитенте, снижавањем трошкова капитала, и за инвеститоре, већом ликвидношћу, транспарентношћу и заштитом њихових интереса. У том се смислу регионална котација акција и, евентуално других вриједносних папира, може означити и својеврсним условом преживљавања локалних берзи у регији, али и једним од предуслова њиховог прерастања из фазе емерзивних у релативно развијена организована тржишта капитала. Исто тако, не би требало *a priori* негативно посматрати процесе њиховог добровољног спајања и припајања, као ни процесе јавног стицања или, чак, преузимања с циљем формалне ликвидације легалног ентитета ако то не би имало

за посљедицу смањивање финансијских избора за локална јавна акционарска друштва, што је, ипак, релативно тешко очекивати.

Између свих малих емерзивних тржишта у транзицијској регији истиче се, својим посебностима, тржиште капитала у Босни и Херцеговини. Организовано трговање акцијама (и другим хартијама од вриједности) одвија се под регулаторном „паском” три комисије за вриједносне папире (хартије од вриједности) и под „паском” мноштва паралелних других тијела с подручја финансијске супервизије. Надаље, организовано трговање акцијама (и другим хартијама од вриједности) обавља се на двије берзе, с пратећом инфраструктуром клириншких кућа (регистара хартије од вриједности) и са ипак различито организованом финансијском индустријом. На то тржиште утичу паралелне интеграцијске и дезинтеграцијске политичке силе. Једне упорно настоје изградити хармонизацију услова и регулације, а друге ограничавају домете и могућности остваривања интеграцијских процеса. Економске и друге интеграцијске силе, чини се, потиснуте су у други план дјеловања на успостављање ширег, транспарентнијег, ликвиднијег и успјешнијег тржишта капитала.

Тржиште капитала у Босни и Херцеговини, у смислу расправе о регионалној сарадњи малих емерзивних тржишта транзицијских земаља, може се означити као регионализирано мало емерзивно тржиште европске транзицијске земље. Парадоксалност овог описа може се тешко ублажити, без обзира на напоре учињене на хармонизацији услова и прописа, те хармонизацији организованог провођења регулације тржишта и финансијске супервизије, уопште. За успјешно дјеловање финансијских тржишта неопходна је игра великих бројева, што посебно вриједи за успјешно и транспарентно дјеловање организованог тржишта капитала. Регионализација тржишта једне мале транзицијске земље уситнила је и тако и тако игру малих бројева, својствену малим тржиштима капитала. Сарадња и интеграцијски процеси нужна су претпоставка било каквој спекулацији о будућем развоју тога тржишта капитала, било у контексту регионалног повезивања, било у контексту осталих интеграцијских процеса.

Неопходност сарадње и интеграције тржишта капитала у Босни и Херцеговини не треба посебно елаборирати. Друго је питање како ослободити силе које ће потакнути и развијати интеграцијске процесе. Један од мотива за хитно дјеловање требали би бити европски интеграцијски процеси који се, између осталог, одвијају кроз економске интеграцијске процесе, независне од политичких договора и по-

литички иницираних интеграцијских процеса. Парадокс описа тржишта капитала могао би се и појачати на начин да се задржи, па чак и прошири регионализација тога тржишта кроз преузимање постојећих берзи и/или стварање нових од стране појединачних лидера у регији, односно у цјелокупној евро зони или, пак, на одређене кључне играче на нивоу глобалног свјетског финансијског тржишта.

## Литература

1. Colin, Aarnoson. *The equity environment.//Going Public, The Essential Guide to Flotation/* Jonathan Eeuvid. London: Kogan Page Limited, 2003.
2. Барбић, Тајана. *Тестирање ефикасности тржишта капитала земаља средње и источне Европе: магистарски рад*. Загреб, Економски факултет, 2009.
3. Brealey R. A.; Nyborg, K. *New equity issues and raising cash.// Mastering Finance*. London: Financial Times Prentice Hall, 1998.
4. Blume, Marshall E. *Stock Exchanges: forces of change.// Mastering Finance*. London: Financial Times Prentice Hall, 1998.
5. Copeland, Thomas E.; Weston, Fred J.; Shastri, Kuldeep. *Financial Theory and Corporate Policy*, 4 ed. Boston: Pearson Addison Wesley, 2005.
6. Doidge, Craig Andrew; Karolyi, George Andrew; Stulz, Rene M. *Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time*. (July 2007). ECGI – Finance Working Paper No. 173/2007.
7. Чижмек, Марко. *Улога фондова ризичног капитала у развоју малих и средњих предузећа.//Рачуноводство, финансије и ревизија у савременим господарским увјетима*. Загреб: Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, 2002.
8. Fama, E. F. *The Behavior of Stock Prices. Journal of Business*, January, 1965.
9. Fama, E. F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Business*, May, 1970.
10. Грахам, Бењамин. *Интелигентни инвеститор.//Jason Zweig(коментари); Warren E. Buffett( предговор); Силвије Орсар (коментари уз хрватско издање)*. Загреб: Масмедиа, 2006.

11. Ханжековић, Маријан. *Вриједносни папири и њихово тржиште*. 2 изд. Загреб: Институт за јавне финансије, 1989.
12. Miller, Darius, „*The market reaction to international cross-listings: Evidence from depositary receipts*”, *Journal of Financial Economics* 51, 1999, 103-123.
13. Murphy, John J. *Technical Analysis of the Financial Markets, A Comprehensive guide to trading methods and applications*. New York: Institute of Finance, 1999.
14. Орсаг, Силвије. Бихевиористичке финансије.// *Европски пут БиХ у функцији развоја: XI међународни симпозијум*. Невм: 2010.
15. Орсаг, Силвије. Дугорочне и краткорочне последице свјетске економске кризе.// *Корпоративно управљање: осми међународни симпозиј*. Дубровник: 04. и 05. 12. 2008. Сарајево: Ревикон, 2009.
16. Орсаг, Силвије. Финансирање малих и средњих предузећа.// *Институционални оквир и реалне претпоставке за реформу финансијског система БиХ сукладно стандардима (захтјевима) Еуропске комисије: V међународни симпозиј*. Међугорје: Фиркон, 2010.
17. Орсаг, Силвије. Мала школа инвестирања или „разумни улагач”.// *Финансијски прописи и пракса*, 5/2008.
18. Орсаг, Силвије. Неизравни инвеститор или кратка расправа о радничком дионичарству.// *Глобализација – утјецај на финансије и рачуноводство земаља у транзицији*. Мостар: Фиркон, 2008.
19. Орсаг, Силвије. Опције на дионице потицај ефикаснијем управљању друштвима.// *Корпоративно управљање: 8.међународни скуп*. Сарајево: Ревикон, 2008.
20. Орсаг, Силвије. Предузеће као инвеститор и као инвестиција// *Зборник радова: 7. међународни симпозиј*. Неум: 2006.
21. Орсаг, Силвије. *Вриједносни папири*. Сарајево: Ревикон, 2003.
22. Орсаг, С.; Гулин, Д. *Пословне комбинације*. Загреб: Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, 1998.
23. Орсаг, Силвије; Михалина, Емил. Доминација банака у финансијским системима транзицијских земаља.//*X међународни симпозиј: Европски пут БиХ у вјетима економске кризе*. Неум: 2009.

24. Piotroski, Joseph D; Srinivasan, Suraj. *Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*. (January 2008), доступно: <http://ssrn.com/abstract=956987>
25. Prodhon, B. *The Board and Financial Management*. London: Business Books Limited, 1979.
26. Roosenboom, Peter, Van Dijk, Mathijs A. The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter. *Journal of Banking and Finance*, 2009, (33) 1898-1908.
27. *The Unlisted Securities Market, A Selection of Articles from the Investment Analyst.*// John Goodchild, Paul Hewitt. London: The Society of Investment Analysts, 1989.