

Miroslav Prokopijević
TRŽIŠTE KAPITALA U SRBIJI

UVOD

Ukupan iznos novca u nekoj zemlji nije kapital. Da bi bio kapital, novac mora da se investira ili koristi na produktivan način (radi sticanja dobiti), obično putem ulaganja radi stvaranja dobara ili usluga, dakle, na komercijalni, poslovni način.¹ Ako neko koristi svoja kola samo kao sredstvo ličnog transporta, kola predstavljaju njegovo vlasništvo, ali ne i njegov kapital. Ali ako koristi kola kao taksi, kola postaju njegov kapital. Finansijska ili tržišta kapitala su tržišta poput ostalih, sa jedinom razlikom - što se ne radi o robama, uslugama ili radnoj snazi, već o kapitalu u užem, finansijskom smislu. Ujedno, to su četiri osnovna tržišta koja postoje u skoro svim tržišnim privredama. Sredstva tržišta kapitala, hartije od vrednosti, u papirnom su obliku i njima se trguje elektronski. Pošto je predmet trgovine danas uglavnom dematerijalizovan, izraz «hartije od vrednosti» nije odgovarajući, ali ću ga ovde zadržati zbog ustaljene navike pri korišćenju tog termina u naučnim, poslovnim i generalno javni krugovima. Većina današnje trgovine na kapitalnim tržištima se obavlja putem razmene dematerijalizovanih vlasničkih prava. Naravno, osnovna svrha te razmene ili trgovine je zarada.

Tržišta su potrebna da bi se utvrdila glavna odlika kapitala – cena. Cena obezbeđuje podsticaj pojedincima da u datim okolnostima usmeravaju kapital u najproduktivniju upotrebu obzirom na lične preferencije, pre svega stav prema riziku,

¹ Prva verzija ovog članka je objavljena u **Biltenu beogradske berze** (god. 11, br. 123/2006, s. 6-9), a u njegovoj pripremi koristili su mi komentari gospodina Svetozara Pejovica, profesora na *Texas A & M University*, Dragoslava Veličkovića, *Societe General*, i Milana Markovića, *Ashmore Group*. Odgovornost za ovaj članak je, naravno, u potpunosti na meni.

potom dostupne informacije, sklonosti, itd. Kapitalna ili finansijska tržišta, mogu da budu zvanična, zakonska i nezvanična, siva, crna.² Nezvanična tržišta, uključujući nezvanična tržišta kapitala, postoje u svakoj zemlji, uprkos zvaničnim naporima da se sprovedu zakonska pravila i eliminiše ili smanji sivo tržište. Zvanična tržišta kapitala mogu da funkcionišu unutar ili izvan berzi. Najveća razlika između razvijenih i tržišta u razvoju je što prva uključuju većinu operacija kapitalom na berzi, dok druga karakteriše veći ili bar značajan deo kapitala koji posluje izvan berze. Operacije izvan berze nisu nužno operacije na sivom tržištu. Mogu se odvijati na međubankarskom tržištu³ ili u procesima preuzimanja.⁴ Naravno, moguće su i operacije izvan berze ili jednostavno na sivom tržištu. Preuzimanja u Srbiji se odvijaju izvan berzi, ali ne pripadaju sivom tržištu, zato što ih nadgleda *Komisija za hartije od vrednosti*. Na kapitalnim tržištima u raznim zemljama postoje velike razlike u pravilima igre, ceni trgovanja, tržišnoj kapitalizaciji, likvidnosti, hronološkoj stabilnosti trgovanja određenim hartijama, itd.

Srbija je tržište u razvoju i u tom smislu ne razlikuje sa značajno od drugih tržišta u razvoju. Preciznije, Srbija je kao tržište u razvoju početnik. Mnogi opisuju takvu fazu kao trgovinu malog obima, male dubine, sa malo likvidnih hartija i nestabilnu. Kasnije ćemo videti da je trgovanje u Srbiji i skupo, znatno skuplje od drugih, posebno razvijenih tržišta. Prisustvo pomenutih karakteristika ne znači da tržišta u razvoju nisu privlačna za biznis. Ali pre nego što se pozabavim ovim problemom, prokomentarišaću neke osobine tržišta u razvoju.

Nasuprot razvijenim tržištima, gde su cene stabilnije i rizici po pravilu niži, tržišta u razvoju obiluju cenovnom nestabilnošću i visokim rizicima. Tomas Dvoržak (Dvorak) i Ričard Padpjera (Richard Podpiera), procenjuju da je nestabilnost svetskih tržišta akcija između 2001. i sredine 2004. godine bila devet puta niža nego na prosečnim tržištima akcija novih zemalja članica Evropske unije. Pomenuto omogućava investitorima, koji posluju na više ili manje rizičnim tržištima, da diversifikuju svoja ulaganja, tj. portfolija.

² Sivo tržište je jednostavno sivo zato što je izvan legalnog tržišta, sa zajedničkim nepodobnostima: a) nije statistički zabeleženo, b) ne ulazi u BDP, c) izbegava poreze (ne plaćaju se neki ili svi regularni porezi). Crno tržište implicira uključenost u aktivnosti, zabranjene klasičnim kriminalnim krivičnim zakonom..

³ Inostrani investitori ne učestvuju na međubankarskom tržištu, ali su spremni da učestvuju na tržištu kapitala, kupujući kratkoročne i dugoročne hartije od vrednosti.

⁴ Preuzimanja su počela u Srbiji u oktobru 2003. godine i do sredine 2006. je bilo 70 slučajeva preuzimanja.

Različita je osetljivost investitora na politički rizik, pravila igre, efikasnost sudova, likvidnost, korupciju, metode korporativnog upravljanja i druge stvari.

Nestabilnost cena uobičajena je u situacijama, gde su tržišne operacije na početku i gde resursi u nekoj zemlji dobijaju početnu cenu. Početna cena je predmet glavnih promena, pošto tržišne sile tek počinju da deluju, pa se okolnosti značajno menjaju. Tržišne informacije i cene se tek formiraju, pravila igre nedostaju ili su nepotpuna, tržišni akteri se tek navikavaju na poslovanje, itd. Naravno, informacije su u jedan od najvećih problema. To je naročito slučaj kada dostavljene informacije firmi čijim akcijama se trguje na tržištima u razvoju nisu potpune ili pouzdane, tako da promena kvaliteta informacija može da ima veliki uticaj na kretanje cene akcija. Kasnije ćemo videti da ni dobro poslovanje firme nije nikakva garantija više vrednosti ili likvidnosti njenih hartija. Pošto je tako i pošto se cene na tržištima koja nastaju tek formiraju, nema smisla uvoditi ograničenja za trgovanje, zato što informacija nije na vreme diskontovana i kada jeste, može da utiče na cene hartija od vrednosti na dramatičan način, koji eksponencijalno povećava rizike za one koji drže akcije, ako je informacija koja se odnosi na kupljene akcije negativna. Kada je informacija pozitivna, može da predstavlja iznenadni dobitak (u engleskom se to zove *windfall*), za one koji drže te akcije i da pokrene cene akcija naviše. U oba slučaja, nedostatak informacija šteti ili pomaže onima koji drže akcije.

Da li cene akcija na berzi reflektuju prave cene? One su prave u smislu da neke druge ne postoje i zato se kaže da je sud tržišta ujedno i konačni sud. Tržište, međutim, može da vrednuje hartije od vrednosti samo na osnovu dostupnih informacija. Najveći deo poslovnih informacija je javno dostupan. Ali, postoji i izvestan broj informacija kojima raspolažu samo određeni pojedinci, recimo zato što imaju specifičan položaj na tržištu. To ne moraju biti samo menadžeri firmi. Poslovođa prodavnice može konstatovati na osnovu prodaje da neki proizvod „ide“ odlično i kupiti akcije firme koja ga proizvodi. Računovođa može videti da li firma dobro ili loše stoji i odlučiti se da proda/kupi njene akcije. Lifboj može čuti razgovor onih koji su obavešteni i takođe može odlučiti da kupi/proda akcije. Dakle, ogroman je broj pojedinaca koji mogu raspolagati informacijama koje još nisu javno dostupne i koje se standardno nazivaju insajderskim.

Tržišne cene se dakle uspostavljaju na osnovu javno dostupnih informacija i dela insajderskih informacija.

Velika je povika na insajdersko trgovanje i danas se mnogi zalažu za njegovu zabranu. U većini, ali ne i u svim razvijenim zemljama, insajdersko trgovanje je danas zabranjeno.⁵ U SAD je zabranjeno krajem 1960-ih. Zahtevi za zabranu insajderskog trgovanja obično potiču od lošeg poznavanja ekonomije udruženog sa interesima nadležne državne birokratije da se umeša u još jedan segment trgovanja.⁶ Stvarna analiza sugeriše sasvim obrnut zaključak. Najpre, broj insajdera je ogroman i teško ih je i pobrojati. Informacije su asimetrično raspoređene u društvu i ta informaciona asimetrija ne karakteriše samo kapitalna, nego i druga tržišta, a i sve sfere života. Drugo, insajderska informacija deluje u pravcu uspostavljanja prave cene, bez obzira na to da li je korekcija nagore ili nadole. Treće, postoje zemlje u kojima insajdersko trgovanje nije zabranjeno (Hong Kong) ili gde jeste zabranjeno, ali se zakon ne primenjuje (Indija, Japan, Singapur), a koja odlično funkcionišu. Ima i drugih razloga protiv zabrane insajderskog trgovanja, ali ovo nije mesto za raspravu o tome. Zaključimo ovaj deo time da su cene na kapitalnim tržištima prave, jer druge, bolje, ne postoje i da su one rezultat korišćena javno dostupne i dela insajderskih informacija.

Pri nastanku kapitalnih tržišta se obično postavlja pitanje da li smatrati knjigovodstvenu vrednost referencom u trgovanju. Knjigovodstvena vrednost je birokratski izum, ne predstavlja ništa razumno i nije čudo da je akteri u trgovini ignorišu. Pomenuto se dešava ne samo usled loše knjigovodstvene prakse, nego zato što je knjigovodstvena vrednost birokratski, a ne tržišni izum. Nema smisla uvoditi ograničenje od 300%/-20% za transakcije u prvoj aukciji, suspendujući transakcije, kad god trgovanje akcijama dobije ili izgubi više od toga.⁷ Takođe predstavlja lošu soluciju da se ograniči trgovanje na sledećim aukcijama, kada se cena promeni više od 20%/-20%. Pomenuto nije neophodno ni na stabilnom i razvijenom tržištu, a besmisleno je na tržištima u razvoju, zato što tržište preko fluktuacija traga za ravnotežnim cenama.

⁵ U SAD je zabrana usledila krajem 1960-ih, a potom su taj primer sledile i druge zemlje. Valja uočiti da poslovni svet nije tražio tu zabranu, već birokrati iz SEC i jedan broj intelektualaca.

⁶ Henri Men (Henry Manne) je još 1966. objavio knjigu (Manne 1966) koja se i danas smatra najboljom u zalaganju protiv zabrane insajderskog trgovanja.

⁷ U međuvremenu je donje ograničenje promenjeno na -50%.

Vratimo se na privlačnu stranu tržišta u razvoju. Gde nema rizika, nema šanse da dođe do gubitka, ali nema ni šanse za dobitak. Viši rizik daje šansu za veće dobitke, ali i za veće gubitke. Mogućnost kreiranja većeg dobitka, privlači kapital na tržišta u razvoju. Oni koji više vole niže prihode u stabilnijim uslovima, imaju dovoljno mogućnosti da investiraju u «blue chips» ili likvidnije hartije na razvijenim tržištima. Oni koji više vole da se «kockaju», imaju tržišta u razvoju. I tržišta u razvoju i razvijena tržišta, imaju svoje prednosti i nedostatke, te od individualne preference investitora zavisi gde će ulagati.

Tržišta kapitala u centralnoj i istočnoj Evropi (CIE) nisu postojala u vreme socijalizma, osim nezvaničnih (sivih), a posle pada socijalizma – tokom tranzicije – doživela su veliku ekspanziju u poslednjih nekoliko godina. Prema MMF, cene akcija u osam novih istočno-evropskih članica⁸ Evropske unije iz 2004, povećale su se u proseku 90%, između novembra 2001. godine i sredine 2004. godine. Tokom istog perioda na svetskim tržištima ostvaren je rast od samo 8%.

Indeksi tržišta akcija povećali su se u proseku 50% godišnje u američkim dolarima, u Sloveniji i Mađarskoj od 2002. do 2004. godine i preko 70% u Litvaniji, u istom periodu. U 2005. godini, trend se nastavio. Berza u Varšavi (*Warsaw Stock Exchange*) zabeležila je rast od 22% od početka godine, a u Češkoj i Mađarskoj, rast od 40% i 58%. Cene akcija, nekretnina i drugih dobara na tržištima u razvoju, uključujući istočnu Evropu, znatno su niže od odgovarajućih cena u razvijenim zemljama i to privlači znatna ulaganja, jer obećava veliku zaradu tokom relativno kratkog perioda vremena.

SRBIJA KAO TRŽIŠTE U RAZVOJU

Pozabavimo se posebnim odlikama Srbije kao tržišta u razvoju. Sa obnovljenom *Beogradskom berzom* 1989. godine⁹, osnivanjem *Komisije za hartije od*

⁸ Od osam novih članica jedino Slovačka nema svoju berzu, ali se akcijama njenih firmi može trgovati na drugim berzama u svetu.

⁹ Osnovana oktobra 1894, prestala sa radom u aprilu 1941, obnovljena 1989, sa promenjenim imenom 1992. u Beogradska berza. Up. Štimac 1998.

vrednosti (1990) i Centralnog registra (2002), sa donošenjem niza zakona (o preduzećima, hartijama od vrednosti, akcijskom fondu¹⁰, privatizaciji, itd.)¹¹, obezbeđen je početni institucionalni okvir za operacije na finansijskom tržištu u Srbiji. Neka institucionalna rešenja još uvek nedostaju ili su doneta u poslednjih nekoliko meseci pre pisanja ovog teksta.

Mnogi autori vide u niskom prometu i vrlo kratkoj listi hartija od vrednosti na stalnom trgovanju, glavne odlike srpskog tržišta kapitala.¹² Mogli bi se zapitati šta pomenuto znači, zato što sa početkom trgovanja ne može biti drugačije, zato što se veći priliv kapitala ne pojavljuje, pre nego što manje sume testiraju tržište. Inostrani kapital takođe čeka na domaći kapital da testira tržište. Nizak prihod i mala populacija čine prirodne prepreke tržišta kapitala. Na primer, češka, slovačka, poljska i mađarska tržišta kapitala u 2001. godini, uzeta zajedno, predstavljala su samo 0,2% svetskog tržišta, 9,2% nemačkog i 95,2% grčkog, mereno tržišnom kapitalizacijom. Tržišna kapitalizacija u novim državama Evropske unije iz centralne i istočne Evrope u drugoj polovini 1990-ih, u poređenju sa njihovim BDP, kretala se od 10% do 20%, dok ekvivalentne brojke u razvijenim zemljama prelazile 50%. Na Islandu je tržišna kapitalizacija sredinom 2005. iznosila skoro 140% od BDP. Tržišna kapitalizacija u Srbiji u poređenju sa BDP kreće se oko 30%, što znači da Beogradska berza poslednjih godina igra još uvek perifernu ulogu za srpsku ekonomiju. Detaljniji podaci su u tabelama koje slede.¹³

| Zemlja | Kapitalizac. / BDP |
|-----------|--------------------|
| Island | 138.69% |
| Crna Gora | 86.02% |
| Irska | 66.40% |
| Hrvatska | 42.48% |

| Zemlja | Promet / BDP |
|-----------|--------------|
| Island | 325.67% |
| Irska | 28.68% |
| Hrvatska | 12.37% |
| Crna Gora | 8.66% |

¹⁰ Akcijski fond prikuplja manje delove akcijskog kapitala koji nastavljaju da budu u vlasništvu države, posle privatizacije većih udela. Akcijski fond s vremena na vreme prodaje akcije privatnim investitorima.

¹¹ Popis korišćenih zakona nalazi se ispod popisa literature.

¹² Videti na primer, Živković 2005.

¹³ Izvor podataka za kapitalizaciju i promet akcija na berzama su sa sajtova: Srbija www.belex.co.yu; BiH www.blberza.com, www.sase.ba, www.sem-on.net; Hrvatska www.vse.hr, www.zse.hr, www.sem-on.net; Slovenija www.fese.be, www.fibv.com; Island www.fese.be, www.icex.is; Irska www.fese.be, www.fibv.com; Kipar www.fese.be, www.cse.com.cy; Malta www.fese.be, www.fibv.com; Crna Gora www.scmn.cg.yu, www.sem-on.net; Makedonija www.mse.com.mk; Bugarska www.bse-sofia.bg; Rumunija www.bvb.ro

Izvor za podatke o BDP su sa sajtova: www.wiiw.ac.at, www.odci.gov Većina podataka je za 2004, samo za neke zemlje je u pitanju procena iz 2005.

| | |
|------------|--------|
| BiH | 29.66% |
| Malta | 28.92% |
| Slovenija | 27.25% |
| Kipar | 22.84% |
| Rumunija | 14.97% |
| Makedonija | 11.71% |
| Bugarska | - |

| | |
|------------|-------|
| Makedonija | 3.14% |
| Srbija | 3.01% |
| Bugarska | 2.61% |
| BiH | 2.25% |
| Kipar | 1.42% |
| Malta | 1.04% |
| Rumunija | 1.02% |

Mali obim prometa i relativno kratka lista firmi čijim akcijama se trguje na berzi su neizbežni u vreme formiranja kapitalnog tržišta u nekoj zemlji. Utoliko su ovakve tvrdnje neinformativne. Ali, ako su te stvari neizbežne, neke druge nisu. Te druge se odnose na uslove, tj. pravila igre pod kojima se transakcije obavljaju. Glavna teza ovog rada je: tržišta kapitala napreduju u većoj ili manjoj meri u zavisnosti od stepena u kome liberalizacija, deregulisanje, konkurencija, privatizacija i integracija dominiraju nad deliberizacijom, prekomernom regulacijom, kontrolom, jakim uticajem države i izolacijom. Objašnjenje za nizak promet srpskog tržišta kapitala je da odlike iz druge grupe, dominiraju nad odlikama iz prethodne grupe. Tokom 2006. na tržište kapitala u Srbiji dodatno su loše uticale loše opšte prilike, kao što je suspenzija pregovora o Stabilizaciji i pridruživanju sa EU, loša pripremljenost na raskid državne zajednice sa Crnom Gorom i loš uticaj određivanja statusa Kosova na prilike u Srbiji.

Beogradska berza registrovala je značajniji pad ukupnog prometa transakcija, od 2002. do 2005. godine, a rast od 2005. do 2006. Promet je dostigao maksimum 2002. godine i sa 1,2 milijarde evra smanjio se na 400 miliona evra u 2004. godini. U 2005. kretao se oko 600 miliona evra. I u prvoj polovini 2006. nastavile su se velike oscilacije u dnevnom prometu na berzi (kreću se između 0,5 i 22 miliona evra dnevno, najčešće 2-5 miliona, tj. 10-18 miliona sedmično). Prema trenutnom nivou trgovanja ukupni promet u 2006. godini bi mogao biti oko milijardu evra. Promet Beogradske berze je mali u odnosu na berze u Mađarskoj ili Austriji, a simboličan u poređenju sa stotinama milijardi kojima se dnevno trguje u Njujorku ili Londonu.

Ono što više zabrinjava od malog prometa su neki druga svojstva koja karakterišu srpsko kapitalno tržište, a koja su svojstvena perifernim, zaostalim tržištima. Prvo, broj akcija različitih firmi kojima se dnevno trguje je mali, oko 50. Od toga, dvadesetak akcija je na tzv. kontinuiranom trgovanju. To su srpski «blue chips» i po

formulaciji «kontinuirano trgovanje» bi moglo da se shvati da se ovim akcijama trguje svaki dan. Međutim, to nije slučaj, jer se na prste jedne ruke mogu izbrojiti akcije kojima se stvarno trguje svaki dan. Akcijama većine od oko 1000 firmi čije se akcije kotiraju na *Beogradskoj berzi* se uopšte ne trguje mesecima, a ponekad i duže od godinu dana. Drugo, vreme trgovine ne iznosi 8 sati, kao što je to na većim berzama, već samo tri sata dnevno, od 10.00-13.00 sati. Treće, za trgovinu akcijama važi porez na kapitalnu dobit sa stopom od 20% za fizička i 10% za pravna lica. Takav porez ne postoji u okolnim zemljama jugo-istočne Evrope i time što postoji i što je ovako visok država pokazuje da joj nije stalo do razvoja tržišta kapitala. Naprotiv, pošto vladajuća birokratija ne može da upravlja tržištem, ona bar nastoji da ga što više ograniči i destimuliše. Četvrto, trgovanje je sporo i skupo. Kada se akcije prodaju, novac je na računu prodavca tek posle tri puna radna dana, čime se nepotrebno usporava trgovina. Trgovina je i skupa, znatno skuplja od trgovine u regionu, a katastrofalno skupa u odnosu na veće berze poput njujorške ili londonske. Brokerska provizija je 0,5% do 1,5% od iznosa transakcije, provizija berze je 0,15%, provizija *Centralnog registra* 0,10%, porez od 0,3% na prenos apsolutnih prava. Pored toga, banke uzimaju proviziju na berzanske transakcije 0,2% do 0,5%. Kada se sve sabere, trošak transakcija je od 1,25% do 2,55%, a kada se uzmu u obzir kupovina i prodaja onda je trošak transakcija od 2,5% do 5,1%. U okolnim zemljama troškovi trgovine su 30-70% niži nego u Srbiji. U osnovi visok trošak trgovine znači nepotrebno favorizovanje interesnih grupa oko ustanova koje su pomenute. Neke interesne grupe su oko super-monopolskih ustanova, kao što su *Beogradska berza* i *Centralni registar*, koje su jedine takve ustanove u državi.

Indeks *Beogradske berze* – **Belex_{fm}** – nastao je u maju 2004. godine, sa vrednošću nešto ispod 1000 indeksnih poena i u oktobru 2005. se kretao oko 1600, a avgusta 2006. oko 1700. Maksimalan iznos do sredine juna 2006. je dostigao sa 1716 poena, a 7. juna je iznosio 1692 poena. Njegov trenutni istorijski maksimum je 1782 indeksna poena. U prevodu, ovaj indeks je praktično stagnirao više od godinu dana. Drugi indeks, **Belex15** (za 15 firmi u Srbiji sa najlikvidnijim hartijama), uveden početkom 2005. sa početnom vrednošću 998,24, dostigao je maksimum u aprilu 2006. od 1149 poena, u junu 2006. iznosio 1085, u avgustu 2006 oko 1240 – uglavnom stagnacija, sem rasta sredinom 2006. U prvih sedam meseci 2006. indeks *Belex_{fm}* je porastao 9%,

dok je hrvatski *Crobex* porastao 40%, poljski *Wse* 20%, bugarski *Sofex* 11,7% i slovenački *Sbi20* 14,0%. Ovakvi indeksi, odražavaju očekivanja koja se reflektuju na cenama hartija. Očekivanja u poslovnom okruženju Srbije, prilično su bila visoka od januara do aprila 2005, a u stagnaciji su posle toga, osim avgusta 2006. gde su u porastu. Visok rast je konzistentan sa visokim očekivanjima na novim tržištima. Recimo, obe crnogorske berze su beležile veliki rast do februara 2006, potom stagnaciju do perioda od par nedelja pre referendumu, a onda visok rast neposredno pre i posle referendumu o nezavisnosti od 21. maja 2006.

Vratimo se na oštar pad prometa u Srbiji posle 2002. godine. Jedan od razloga pada je privatizacija koja je bila dostigla maksimum u 2002. godini, što se odrazilo u prometu na tržištu. Država je u većoj meri bila entuzijasta u periodu od 2002. do 2003. godine, kada je iznosila pakete manjih vlasnika akcija u firmama (sakupljenih u *Akcijском fondu*), za trgovanje. Treće, preuzimanja izvan berze, počela su u Srbiji u oktobru 2003. godine i postala su sve popularnija. Do oktobra 2005. godine bilo je preko 70 preuzimanja većih firmi, koja su se odvijala izvan berze. U maju 2006. donet je Zakon o preuzimanju i broj preuzimanja se naglo smanjio – bilo ih je samo nekoliko i to malo značajnih firmi. To govori da tržišni akteri ne smatraju da je zakon o preuzimanju dobar i podsticajan. Konačno, valja uzeti u obzir i nekoliko ograničavajućih faktora berzanskog trgovanja koji su ranije pomenuti.

Odabrani model privatizacije na novim tržištima ima snažan uticaj na tržište kapitala. Prodaja većinskog udela jedinstvenom vlasniku, obezbeđuje budžetske prihode i poboljšava efikasnost firme u prvim godinama posle prodaje, više nego što bi se postiglo putem vaučerske privatizacije, ali ostavlja tržište kapitala manje razvijeno nego što bi bilo u okviru alternativnih šema privatizacije – na primer, sa vaučerskom privatizacijom. Srpske vlasti odabrale su prodaju kao dominantan metod privatizacije, zbog sopstvenog interesa, tj. znatnih državnih prihoda. Prodaja (putem tendera i aukcijskog procesa kod *Agencije za privatizaciju* i *Akcijskog fonda* Republike Srbije), obezbeđuje značajane prihode budžeta, koji jačaju moć tekuće vlade i uvećavaju mogućnosti za korupciju. Kao rezultat odabranih metoda privatizacije, samo ograničenim brojem akcija firmi trgovaće se na berzi. Situacija liči na italijansku, gde je vrlo mali udeo firmi od njihovog ukupnog broja emitovao akcije. Na Milanskoj berzi trguje sa akcijama samo oko 350 firmi.

Drugim rečima, metod privatizacije ima posledice za korporativnu kulturu, a izbor ovog metoda u Srbiji nije posebno dobar. Firmama će upravljati većinski vlasnici koji će izvlačiti profit i prijavljivati poslovanje bez dobiti ili čak gubitke, što će izazvati veliki pad vrednosti manjinskih akcija. Čak i kada se deklariše značajna dobit a nizak prinos dividendi, vrednost akcija opada. To je razumljivo, jer vrednost akcija zavisi od očekivane zarade vlasnika akcija. U Srbiji su mnoge firme iskoristile ovu mogućnost da jeftino rade sa tuđim sredstvima, ali će to imati loše posledice za razvoj tržišta kapitala, jer će mnogi mali akcionari odlučiti da se reše akcija, pa se posle takvih prodaja akcijama tih firmi neće ni trgovati. U mnogim slučajevima dividende uopšte nije bilo, a ponekad je ona iznosila samo 1% od vrednosti akcija, što ne znači ništa u situaciji kada je inflacija u 2005. bila 17,7%. Pošto firme koje sopstveno zvanično finansijsko stanje iskazuju lošijim nego što ono jeste, nemaju dobru finansijsku situaciju prema knjigovodstvu i reviziji, ovakve firme ne mogu zajmiti kapital od banaka. Ne mogu ni da emituju akcije da bi zajmile, zato što su njihovi zvanični knjigovodstveni izveštaji loši i emitovane akcije bile bi od male vrednosti. Ovakve firme prinuđene su da koriste sopstvene finansijske resurse za investicije. Slično rade i firme koje svoje finansijsko poslovanje prikazuju kao dobro, a plaćaju zanemarljive dividende. U zaključku, takve firme teško dugoročno mogu da opstanu na finansijskim tržištima. Manjinski akcionari, po pravilu su dvostruko oštećeni u takvim firmama, zato što nema dividendi za njihove akcije (ili su one vrlo male), pa su i akcije gotovo obezvređene.

Neko bi se mogao zapitati zašto je metod prodaje većinskog udela odabran za privatizaciju.¹⁴ Odgovor je vrlo jednostavan. Bilo je nemoguće objasniti dugoročne nepogodnosti ovog metoda nadležnim ministrima u periodu od 2001. do 2002. godine, zato što su bili jako pristrasni i skromnog ekonomskog znanja. Bili su zainteresovani da se obogate preko noći, putem korupcije, prodajući firme i uzimajući “provizije”, više nego što su mislili o institucionalnim rešenjima. Sadašnja vlada nastavlja sa lošom praksom, što podriva tržište kapitala u Srbiji.

Cene akcija u Srbiji su porasle tokom vremena, iako je promet na Beogradskoj berzi smanjen. Kao što se može videti iz berzanskih izveštaja, cene akcija su

¹⁴ Prodaja je jedan od pet metoda privatizacije, druga četiri su denacionalizacija, vaučeri, likvidacija i nove firme. Krađa državne imovine može da bude šesti metod, ali je ilegalan.

se jedno vreme uvećavale, što je u skladu sa razvojem događaja u drugim tranzicionim zemljama, naročito kada je reč o najlikvidnijim kompanijama, koje su imale većinskog vlasnika akcija, kao i dovoljno akcija u slobodnoj prodaji, da privuku investitore. Prednost kotiranja cena najlikvidnijih kompanija na berzama, dovela je do proliferacije berzanskog trgovanja putem preuzimanja, interbankarskog trgovanja¹⁵ ili na sivom tržištu.¹⁶ Kada je reč o tržištu kapitala, pomenuto se dešava kada kompanije ne kotiraju svoje akcije, tako da investitori portfolija – koji ne žele da preuzmu kompaniju, već samo da investiraju u manji procenat – nisu aktivni u većoj meri. Poznato je da bi tražnja i ponuda trebalo da se usklade. Ako je tražnja niska, zato što samo nekoliko velikih igrača učestvuje, cena akcija je niska.¹⁷ Iz činjenice da trgovanje ima tendenciju da se udaljava od berze, može se zaključiti da se pomenuto ne dešava bez razloga. Jedan od mogućih razloga je da su transakcije na berzi skupe je i što podležu prevelikim regulatornim zahtevima.¹⁸

Tržištem novca, kao delom tržišta kapitala, dominira vrlo restriktivna centralna banka (NBS, *Narodna banka Srbije*). Stope rezerve koje NBS propisuje, vrlo su visoke i kreću se i do 60% sredinom 2006. Obavezne rezerve banaka u svetu se kreću između 3% i 10%. Visoke obavezne rezerve su glavni faktor visokih kamata u Srbiji, pošto su komercijalne banke prinuđene da zarađuju sa preostalim delom od 40% za celu sumu depozita. Usled toga su kamate na depozite enormno niske, a na uzete kredite enormno visoke. Tako firme i pojedinci koji uzimaju kredite plaćaju vrlo visoku cenu pogrešne politike NBS. Centralna banka sredstva rezervi drži na računima kod banaka u Evropi i za to dobija mizernu kamatu. Da su ta sredstva ostala u rukama komercijalnih banaka one bi zaradile znatno više, zato što su spremne da prihvate veći rizik. Očito je da na ovaj način NBS propasti sredstva komercijalnih banaka koja prisilno drži u rezervi i

¹⁵ U većoj meri je regularan od sivog tržišta.

¹⁶ Sivo tržište u Srbiji, bilo je posebno veliko tokom 1990-ih. godina i funkcionisalo je vrlo efikasno, zato što je sprovođenje pravila bilo privatno. Privatno sprovođenje efikasnije je nego državno, iako implicira konflikte sa krivičnim zakonom.

¹⁷ Ponekad akcije neke firme porastu ili padnu za 20% uz prodaju samo jedne ili nekoliko akcija, što se na razvijenim tržištima ne događa.

¹⁸ Berza u Srbiji uzima proviziju od 0,15% od iznosa transakcija, u Sloveniji 0,07% u Beču 0,03%, a u SAD 0,01%. Drugi elemenat je komplikovana i spora registracija transakcija, traje tri radna dana. Treće je nemogućnost da se kupljene akcije odmah prodaju, itd.

onemogućava vlasnicima banaka i depozita da dođu do veće zarade što za posledicu ima duže ostajanje u siromaštvu.

Drugi veliki problem koji NBS ne uspeva uspešno da reši je pitanje kursa. Dinarom se ne trguje na evropskim tržištima, pa se kurs dinara koji formira NBS može smatrati administrativnim. Kurs dinara se ne usklađuje čak ni sa stopom inflacije, koja je poslednjih godina dvocifrena. Usled toga i svetske valute gube na kupovnoj vrednosti u Srbiji. Dodatni problem je neravnoteža u kretanju stranog novca. Strani novac u zemlju ulazi lako, ali iz zemlje teško izlazi, zato što monetarne i ostale vlasti ne još gaje primitivno verovanje da bi liberalizacija deviznih tokova dovela do odliva deviza i «isušivanja deviznog tržišta». U maloj ekonomiji, gde strani novac ulazi lako a izlazi teško, centralna banka vrlo teško može da održava normalan kurs domaće valute. Usled toga, stalno postoji pritisak na rast vrednosti dinara, čija vrednost ne može da se uskladi sa inflacijom. Tako uz jak dinar dolazi do porasta cena (zbog povećane količine stranog novca, koji teško izlazi iz zemlje). Usled nerealno visoke cene, dinar je ključni faktor ogromnog deficita u trgovini i na tekućem računu, a i faktor je loše procene u zaduživanju privrede i stanovništva (nagli pad vrednosti dinara bi znatno otežao otplatu uzetih kredita). Povrh svega, NBS drži zatvorenim bankarsko tržište u Srbiji usled čega su usluge banaka skupe i lošeg kvaliteta, dok su ekstra-rente banaka vrlo visoke. Ovi problemi se ne mogu rešiti bez potpune promene politike NBS, koja za sada izbegava bilo kakvu reformu, jer bi kroz pad vrednosti dinara i zarada a rast inflacije bila obelodanjena cena dosadašnje pogrešne politike.

NEKI PROBLEMI TRŽIŠTA KAPITALA U SRBIJI

Nema jasne evidencije koja pokazuje da investicije u portfolija izazivaju dugoročni rast neke privrede. Neke evidencije pokazuju negativni odnos. Uprkos pomenutom, investitori mogu da profitiraju u velikoj meri, pošto je njihova dobit vezana za rast očekivanja, a ne BDP. Otuda je poželjno da ima više a ne manje investitora na kapitalnim tržištima.

Jedan od većih problema srpskog tržišta kapitala je da postoji mali broj vrsta hartija od vrednosti za trgovanje. Pored akcija korporacija, trguje se obveznicama “stare štednje”¹⁹ i obveznicama centralne banke. Kontinuirano, trgovalo se akcijama od 20 do 30 kompanija u 2005. godini i 800 firmi povremeno. U 2006. je smanjen broj akcija na kontinuiranom trgovanju na 15-20, a povećan broj akcija firmi kojima se uopšte trguje na oko 1000. Od tih 1000, stvarno se trguje samo akcijama manje od 200 firmi. Glavni predmet trgovine su akcije privatizovanih firmi. Akcije nekih firmi na berzi nisu predmet trgovine i po više od godinu dana. Prvi vlasnici akcija su uglavnom fizička lica i država (uključujući institucije), prvi kupci su investitori i fondovi. Mali broj fizičkih lica učestvuje u kupovini akcija – prema procenama u brokerskim krugovima to je samo 5000-6000 pojedinaca. Veću brigu za tržišta hartija od vrednosti predstavlja ograničen broj vrsta hartija od vrednosti - akcije kompanija, obveznice “stare štednje”²⁰, kao i kratkoročne državne obveznice. Nema hartija od vrednosti koje se odnose na državu i dugove firmi (tj. nema obveznica, sa izuzetkom “stare štednje” i u najnovije vreme komercijalnih zapisa NBS), nema dugova (korporativne obveznice) ili derivata, kao što su fjučersi, opcije ili svopovi. Pomenuto ukazuje na ranu fazu razvoja srpskog tržišta hartija od vrednosti, na jednoj strani i restriktivne uslove trgovanja i poslovanja u Srbiji. Potrebno je dodati da se derivatima, na primer, trguje na nekim ali ne na svim tržištima kapitala centralne i istočne Evrope.

Primarno tržište akcija korporacija još uvek ne postoji – toliko je malo da je gotovo nepostojeće. Njegovo nepostojanje je indikativno iz nekoliko razloga. To znači da postoje drugi izvori kapitala na raspolaganju investitorima, koji su pogodniji u odnosu na izdavanje akcija. Pošto su kamatne stope visoke, kreću se između 13% i 25% na godišnjem nivou i obračunavaju su uglavnom prema evrima i drugim čvrstim valutama, pomenuto može da ukazuje na veće oslanjanje na sopstvena sredstva investitora, što omogućava da uprava emitenta kontroliše sastav akcionarske baze. Takođe, to odražava nepoverenje u hartije od vrednosti, koje je rašireno u populaciji Srbije. Prošla loša iskustva, kao što su nacionalizacija imovine posle II Svetskog rata (koja još nije vraćena vlasnicima), nacionalizacija “stare štednje” 1990-ih (koja se postepeno vraća, ali tokom

¹⁹ Obveznicama “stare štednje” trguje se samo između banaka i izvan Beogradske berze.

²⁰ Približno samo sa 20% trguje se na Beogradskoj berzi, dok se ostatkom trguje na međubankarskom tržištu, većinom preko *Nacionalne Štedionice*.

15 godina i sa rokom isplate do 2016. godine), manipulacije piramidalnih banaka, tunelisanje (tj. prikupljanje sredstava u zemlji i slanje u inostranstvo), itd. objašnjavaju fenomen niskog poverenja u banke, osiguranje i hartije od vrednosti.

Sledeći problem srpskog tržišta kapitala je što je izolovano od drugih tržišta kapitala u svetu. Postoji nekoliko indikatora ove izolovanosti. Prvo, srpskim hartijama od vrednosti ne trguje se izvan zemlje. Pre nego što se ovo desi, srpske hartije od vrednosti moraju da prođu test vremena, pošto samo dobre kompanije mogu da prodaju akcije na većim svetskim berzama. Drugo, srpskim investitorima i građanima još uvek je zabranjeno da učestvuju u trgovanju inostranim hartijama od vrednosti. Restrikcije proizlaze iz socijalističke prošlosti, čineći sve transakcije novcem i kapitalom vrlo ograničenim. Zapravo, kapital lako ulazi u zemlju i odlazi iz nje uz velike teškoće. To sprečava osetljive operacije investiranja, kao i funkcionisanje penzionih, zajedničkih i drugih fondova na jednoj strani i stvara ekstra rente za domaće korporativne akcije i državne obveznice, zato što su zaštićene od konkurencije. U prisustvu inostrane konkurencije, država i domaće kompanije treba da ponude mnogo bolje uslove za obveznice i akcije ili će u protivnom pronaći samo retke kupce, ukoliko bi ih uopšte bilo. Domaće hartije od vrednosti treba da budu na raspolaganju za strance i inostrane hartije od vrednosti treba da uđu na domaće tržište bez restrikcija. Bolji pristup većim tržištima, ublažava nagle i kapriciozne promene na malim tržištima. Ako država ne kaže gde da kupimo hleb ili meso, zašto bi nam rekla u koje inostrane hartije od vrednosti bi trebalo da uložimo? Restriktivni potezi države u omogućavanju cirkulisanja inostranih hartija od vrednosti u Srbiji, navodno samo onih koje su visoko kvalitetne i slična razmatranja, vrlo su popularni među srpskim zvaničnicima, u vladi i NBS. Oni odražavaju jako prisustvo socijalističkog nasleđa, dominaciju interesa grupa nad opštim interesom i slabu edukaciju establišmenta, kao i spremnost da se rezervišu rente za srpske obeznice.²¹ Restriktivni potezi nisu uskladu sa ni sa ekonomskom teorijom ni sa onim što se događa danas u svetu. Mogućnošću da kupi inostrane akcije, građani Srbije biće u stanju da diversifikuju

²¹ Prema nedavnom zakonskom predlogu, NBS odlučuje koje inostrane hartije od vrednosti treba da dobiju odobrenje za opticaj na srpskom tržištu. Ova solucija ima malo smisla. Prvo, nije posao centralne banke da interveniše na tržištu hartija od vrednosti. Drugo, pretpostavka je da NBS bolje zna nego pojedinci o kojima je reč, kako da koristi novac ovih lica – očigledan slučaj paternalizma.

svoja portfolija. Slično, stranci mogu da istraže iste mogućnosti putem neograničenog pristupa domaćim akcijama.

Cena individualne akcije, odražava procene investitora u pogledu ukupnih dividendi koje očekuju da će firma isplatiti u budućnosti, diskontovane za zahtevanu stopu prihoda. Zauzvrat, zahtevana stopa prihoda (frakcioni denominator koji određuje cenu akcija), funkcija je nekoliko faktora. Investitori u idealnom slučaju zahtevaju stopu prihoda koja je jednaka ekvivalentu bezrizične stope (na primer, švajcarski ili američki zapisi trezora), plus premija koja odražavala povećan rizik imovine akcija određene firme. Ova premija je određena kombinacijom rizičnosti tržišta u okviru koje se trguje akcijama i *Beta* mere²² firme - stepena u kome akcije prate rast i padove tržišta.

Investitori koji drže velika portfolija (sa najvećim uticajem na cene akcija), imaju tendenciju kao i akcije koje se ne kreću naporedno sa celim tržištem i imaju važnu ulogu u smanjenju nestabilnosti velikih portfolija. Što je veći *Beta* faktor neke firme, dodaće više nestabilnosti portfolijima fondova i za menadžere će biti teže da ostvare stabilnu stopu prihoda za akcionare. Suprotno, nizak *Beta* faktor, čini akcije atraktivnim u svrhe diversifikacije.

DILEME REGULISANJA

Nedostatak regulative na finansijskim tržištima Srbije u periodu od 2000. do 2004. godine, proizveo je kontrareakciju legislative 2005-2006. godine. Naglim širenjem regulative birokratija pokušava da se reguliše što je moguće više polja i što je moguće više detalja trgovine, pa čak i da se podstakne državu i njene agencije da obavljaju finansijske operacije. Država i državne agencije uzimaju ulogu investitora, umesto da ostave investitorima da procenjuju rizik. Država i državne agencije suviše deluju zaštitnički i nemaju predussetljiv odnos prema investitorima. Bilo je mnogo slučajeva gde su se ministri i druge državne birokrate nezakonito mešale u prodaju firmi, nameštajući kupovinu određenim kupcima, a sprečavajući druge da kupe pojedine firme. U najpoznatije takve slučajeve spadaju «Knjaz Miloš», «Sartid», cementara u Popovcu,

²² Mera korelacije varijacija prihoda određene akcije sa varijacijama prihoda na tržišni indeks. U prihod od akcija se računa promena cene plus distribuirane dividende.

«Sartid», «Putnik», «C-market», «Novosti». Glavna ideja nezakonitog mešanja birokratije u tržišne transakcije je pre svega kontrola, a ne bolja organizacija. Sticanjem kontrole nad tržištima akcija političari i birokrate mogu da biraju posrednike, banke i klijente. Neki poslovni ljudi postaju bogati, drugi se sprečavaju da učestvuju u trgovanju. Poslovni ljudi koji su profitirali uz pomoć političke pomoći, plaćaju političare i birokrate, što podstiče korupciju u velikoj meri.

Ima mnogo loših rešenja u sadašnjoj legislativi, nacrtima legislative i regulisanju u proceduri legislative. Na primer, u predloženom zakonu o preuzimanju (koji je u međuvremenu postao zakon), zahteva se da svako ko kupi udeo od 25% mora da kupi i ostatak, tj. 100%. To je način²³ da se kupci prisile da urade nešto što ne žele, pod izgovorom da se štite mali akcionari. Takvim rešenjem se preuzimanje poskupljuje, a firme prosto guraju sa finansijskog tržišta. Autori ovog zakonskog predloga nisu ništa naučili od iskustva sa zakonom o privatizaciji, koji je pravno obavezivao investitore da investiraju delove kapitala, kada su postali vlasnici firmi. Kao što je dobro poznato, investitori su uveliko ignorisali ovu obavezu i država je bila u mogućnosti da preuzme firmu nazad uz nadoknadu vlasnicima.²⁴

U zemljama Evropske unije tržišta kapitala su uglavnom u nadležnosti zemalja-članica, a ne Brisela. Trenutno je u toku živahna debata o tekućem stanju integracije evropskih finansijskih tržišta i posebno ulozi i strukturi regulative hartija od vrednosti. Oni koji imaju tendenciju da regulišu sve, zanemaruju da će stroga regulativa pre odvratiti, nego privući investitore. Slično, navodno visoki standardi neće privući emitente. Mešanje legislative u poslovne operacije, smanjuje izvesnost za igrače na tržištu kapitala i poskupljuje transakcije.

Najbolje rešenje za srpske regulatore koji rade sa tržištima kapitala, bilo bi da se drže liberalnih rešenja u SAD, zemljama Evropske unije i na drugim mestima. Rezultat bi bila manja i bolja regulativa, što bi stimulisalo rast tržišta kapitala. Verovatnoća da će se ovo desiti je mala, kao što je malo verovatno da dobra i liberalna rešenja nastupe u Srbiji. Verovatnije je da će srpske vlasti prihvatiti tešku i skupu reagulativu, baziranu na

²³ Tako je sa ekonomske tačke gledišta, uprkos činjenici da je ovo pravilo u upotrebi u mnogim zemljama.

²⁴ Država je raskinula ugovor u samo nekoliko slučajeva, uprkos nepoštovanju ugovora u mnogim slučajevima. U suprotnom, došlo bi do re-privatizacije (ponovne nacionalizacije) na širokoj skali, što bi poslalo loš signal investorima u situaciji gde su investicije i direktne inostrane investicije već vrlo niske.

najgorim primerima iz zemalja Evropske unije. Pomenuto bi moglo da se odvija u sklopu nekoliko faktora. Prvo, prisutna je opšta tendencija za prekomernom regulativom u Srbiji, kao što se može videti iz ove i drugih ekonomskih oblasti. Drugo, neke institucije i interesne grupe biće pokretačka snaga prekomernog regulisanja. Institucije i birokrati preko viška regulacije mogu da zahtevaju i dobiju važniju ulogu za sebe. Dobar primer je zakonski predlog za preuzimanje, koji je napravila spska *Komisija za hartije od vrednosti*, koji predviđa veliko mešanje Komisije u svakoj fazi transakcije. Uloga Komisije pominje se u predlogu zakona preko 60 puta. Proces će biti pomognut od strane interesnih grupa. Na slobodnom tržištu, interesne grupe mogu da profitiraju u skladu sa njihovom sposobnošću poslovanja na finansijskim tržištima. Tamo gde je regulativa prevelika, državne agencije mogu da usmeravaju kapital ka interesnim grupama koje su spremne da daju delove svojih profita političarima.²⁵ Treće, sve to će biti opravdano neophodnošću finog regulisanja, skrojenog iza birokratskih zidova, bez javne debate i često donetog u hitnoj proceduri, iako se prethodno godinama oklevalo da se ikakva regulativa donese.

Ako se ovo predviđanje ispostavi tačnim, srpska tržišta kapitala razviјаće se sporije nego što bi trebalo i moglo. Uvećalo bi se bogatstvo nekih interesnih grupa i političara, ali bi se usporio rast i ostavilo tržišta kapitala nerazvijenim, a stanovništvo u siromaštvu duže nego što je neophodno.

ZAKLJUČNE PRIMEDBE

Kao što je jasno iz svega pomenutog, loše stanje na tržištu kapitala u Srbiji, na koje ukazuje nizak promet i vrlo mali broj hartija od vrednosti kojima se trguje, niska tržišna kapitalizacija, skupo i sporo obavljanje transakcija, brojna nezakonita mešanja državnih organa u transakcije, prouzrokovano je neuspesima institucionalnog dizajna pre nego drugim faktorima. Akteri reformi posle 2000. verovatno shvataju da rezultat igre zavisi od pravila igre, ali se svejedno ne zalažu za dobra pravila igre, nego za vrlo

²⁵ Korupcija u Srbiji je velika - zemlja je rangirana od strane *Transparency International* oko 100. mesta među 140 nacija sveta.

manjkava, zato što ona omogućuju veći uticaj države i interesnih grupa na tržište kapitala. Oni se orijentišu na izlazak u susret nekim grupnim interesima i na neke makro-ekonomske rezultate koji nastaju uz direktno mešanje države u privredi, a ne na izgradnju dobrog institucionalnog okvira. Tržišta kapitala u Srbiji mogu da budu veća nekoliko puta, ukoliko se obezbede pogodna institucionalna rešenja.

Najvažnija je liberalizacija tokova kapitala. To u osnovi znači, a) odsustvo prepreka na samom srpskom tržištu i b) otklanjanje barijera između srpskog i svetskog tržišta, što čini mogućim jednostavan i jeftin tok srpskih hartija od vrednosti u inostranstvo, kao i slobodan tok inostranih hartija od vrednosti u Srbiju. Da bi olakšali poslovanje tržišta kapitala, neophodno je imati usaglašenost institucionalnih rešenja u Srbiji sa anglosaksonskim, pre nego sa kontinentalnim modelom. Takođe, važno je ostvariti tehničku integraciju *Beogradske berze*, preko neke veće berze u svetsku mrežu.

Drugi korak bila bi privatizacija. Pomenuto uključuje ne samo privatizaciju realnog i bankarskog sektora, već i osiguranje i penzione fondove, posrednike. Znatn uticaj na srpsko tržište kapitala imala bi odluka vlade kako da se privatizuju najveće državne kompanije kao što su naftna i gasna, proizvodnja električne energije, aerodrom i telekomunikacije. Pomenuto bi izbrisalo državu iz sektora, kreiralo jasna vlasnička prava i ojačalo podsticaj razvoju finansijskih tržišta.

Treći korak bio bi davanje prednosti deregulaciji, nad prekomernom regulacijom. Srpski zakonodavci imaju tendenciju prekomernog regulisanja, a pri tom često uzimaju najgora rešenja iz različitih zemalja. Suprotno tome, regulacija bi trebalo da bude minimalna i da se oslanja na (naj)bolja rešenja iz drugih zemalja. Nadalje, u prilagođavanju legislative Evropskoj uniji, srpski legislatori imaju tendenciju da žure sa usvajanjem rešenja Evropske unije, iako Srbija može postati članica EU tek posle 2015. godine.²⁶ Umesto da se oslone na liberalna rešenja, oslanjaju se na jaku ulogu države,²⁷ jer tako osiguravaju političarima osnovu za mešanje u privredu i za bogaćenje kroz korupciju.

Četvrti potez bio bi oslanjanje na konkurenciju, umesto na kontrolu. Lekcija je jednostavna. Sve što smo štitili i kontrolisali u prošlosti, propalo je. Što je država

²⁶ Više o ovome u mojoj knjizi, up. Prokopijević 2005.

²⁷ Srpska legislativa zapostavlja činjenicu da i u Evropskoj uniji postoje države sa više ili manje liberlanim solucijama.

uvećoj meri štitila i kontrolisala firme ili sektore, veći je bio neuspeh. Srbija ima najbolje proizvode i firme u sektorima gde je bilo najviše konkurencije. Tržište kapitala se ne razlikuje od drugih tržišta. Samo su konkurentna tržišta u stanju da promovišu dobre igrače i samo su konkurentni igrači u stanju da prežive na tržištu. Umesto da izoluje, preterano reguliše i kontroliše sektore i firme na tržištima kapitala, što bi rezultiralo u slabim sektorima sa slabim firmama, što zahteva još veću intervenciju, država bi trebalo da izađe iz sektora i ograniči svoju ulogu na «noćnog čuvara». Neće biti lako ostvariti pomenuto. Mešajući se u tržišta kapitala, birokrate mogu da profitiraju od uvećanja svoje moći i dobijanja novca od mita. Neki igrači mogu da profitiraju na račun drugih. Ovakva politika stvara probleme, što zahteva dodatno mešanje države, prema sloganu «situacija je teška, država bi trebalo da interveniše još više». Samo nekoliko glasača i neki stručnjaci mogu da vide da je problem stvorila državna intervencija i da će se sa još više državne intervencije situacija pogoršati. Sadašnji predlozi zakona i zakoni, kao što su predlog o penzionim i investicionim fondovima, preuzimanju, Akcijskom fondu, itd, ukazuju da navedena lekcija nije naučena.

Iz prethodno rečenog je jasno, da je izbor čist i posledice predvidive. Favorizovanjem liberalizacije, privatizacije, integracije i konkurencije, srpsko tržište kapitala može da postane pokretačka snaga reformi i osigura bolju budućnost za preduzetnike i stanovništvo zemlje. Neuke, socijalističke, pristrasne ili nekompetentne birokrate i političari, u sadejstvu sa interesnim grupama, mogu lako da postave i sprovedu inferiorna rešenja koja su u njihovom interesu, favorizujući deliberalizaciju, prekomernu regulativu, kontrolu, jaku ruku države, izolaciju. Nagrade za ove dobro organizovane grupe mogu da budu ogromne, na račun svih drugih normalnih investitora i svih miliona građana Srbije.

LITERATURA

Brealey, R. & Myers, S. (2000) **Study guide for use with principles of corporate finance**, Irvin: McGraw-Hill.

DeRosa, D. (2001) **In defense of free capital markets**, Bloomberg press.

Finansijska tržišta, finansijske institucije i tranzicija. Tematski broj, Ekonomski anali, June 2002 (XLVII), s. 1-216.

Friedman, M. (1998) **Kapitalizam i sloboda**, N. Sad: Global book.

Global emerging markets. Outlook, Credit Suisse & First Boston, September 21, 2005, na sajtu: <http://research-and-analysis.csfb.com/>

IMF (1997) **International capital markets**, part Developments and prospects in emerging markets, Washington: IMF, s. 27-38.

Manne, H. G. (1966) **Insider trading and the stock market**,

Manne, H. G. (2005) *Insider trading: Hayek, virtual markets, and the dog that did not bark*, **The Journal of Corporation Law**, s. 167-185.

Marjanović, M. (2004) **Proces privatizacije i tržišta kapitala u Mađarskoj, Poljskoj, Češkoj i Sloveniji**, Beograd: Beogradska berza.

Prokopijević, M. (Red)(2002) **Two years of reform in Serbia: A wasted opportunity**, Belgrade: Free market center.

Prokopijević, M. (2005) **Evropska unija. Uvod**, Beograd: Službeni glasnik.

Štimac, M. (1998) **Srpsko berzansko poslovanje**, Beograd: Stubovi kulture.

Zingales, L. (2003) *Financial markets and economic freedom*, in: Wynne, M. A. and oth. (Eds) **The legacy of Milton and Rose Friedman's *Free to choose***, Dallas: Federal Reserve Bank of Dallas.

Živković, B. (2005) *Reforma finansijskog tržišta*, in: Begović, B. i dr. (Eds) **Četiri godine tranzicije u Srbiji**, Beograd: CLDS, s. 279-289.

Zakoni Republike Srbije

Zakon o finansijskom lizingu, **Službeni glasnik** 55/2003.

Zakon o stečajnom postupku, **Službeni glasnik** 84/2004.

Zakon o privrednim društvima, **Službeni glasnik** 125/2004.

Zakon o izmenama i dopunama zakona o privatizaciji, **Službeni glasnik** 45/2005.

Zakon o izmenama i dopunama zakona o akcijskom fondu, **Službeni glasnik** 45/2005.

Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, **Službeni glasnik** 85/2005.

Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, **Službeni glasnik** 46/2006.

Zakon o investicionim fondovima, **Službeni glasnik** 46/2006.

Zakon o preuzimanju akcionarskih društava, **Službeni glasnik** 46/2006.

Zakon o deviznom poslovanju, **Službeni glasnik** 62/2006.

Zakon o hartijama od vrednosti, Zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima, zakon o spoljnoj trgovini, dva predloga zakona o preuzimanju, predlog zakona o investicionim fondovima. U međuvremenu su neki predlozi i nacrti zakona usvojeni.

E-mail: mprokop@eunet.yu

Tel: +381 (0)63 319 960

SUMMARY: Although Belgrade stock exchange existed since 1894, the Serbian stock market was not in operation from 1941 to 1989, and so it is now in the process of reemergence. The main characteristics of its operation are costly procedures, isolation from other markets and illiberal legislation. By getting rid of these limitations the Serbian capital market may improve in its efficiency and the scale of trade, becoming more similar to other advanced emerging markets in the East Europe.