

*Др Вук Огњановић,
Фонд за развој, Београд*

Неки релевантни аспекти улоге државе у јачању позиције предузећа на тржишту хартија од вредности

Од квалитета улоге државе и њених овлашћених органа, непосредно зависи успјешност функционисања финансијског тржишта, односно успјешност остваривања улоге осталих учесника, посебно сектора привредних јединица, на тржишту. Активности предузећа на тржишту, морају бити вођене повјерењем у постојање легитимног правног поретка и устројства, те увјерењем да држава и њени органи у свим пројекцијама и у свим случајевима штите њихове индивидуалне интересе на тржишту. Стање на изграђивању институционалних способности и правног капацитета, односно и неефикасно функционисање процедура и институција државе и државних органа, не може се правдати спољним санкцијама.

Неће овај рад бити испитивање правних баријера за развој тржишта хартија од вредности. Он има друге амбиције. Наиме, којим год дистингцијама да се користимо, у савременим концепцијама организације и уређивања тржишта хартија од вредности и финансијског тржишта у цјелини, улога и одговорност државе, те њених процедура и компетенција, посебно су наглашени. Чврсте и комплементарне зависности и међузависности између свих учесника на финансијском тржишту, у процесима јавног одлучивања на финансијском тржишту, јасно идентификују одговорност државе за стање у тим комплексним односима и међуодносима. Поред тога, са сектором предузећа, држава је други кључни учесник на тржишту. Питање гдје почиње а гдје се завршава улога државе у овом сложеном комплексу односа, још је више искомпликовано теоријским полазиштима која држави приписују далекосежну функцију или сврху, тако да свака агенција или институција која до-

приноси државном ауторитету, неминовно добија "етикету" припадности "државном апарату".

1. Шта заиста држава треба да ради?

Чињеница је да многи економисти и правници нерадо и нелагодно отварају расправу о улози државе у економском животу земље. Инерцијом претходних идеолошких а и негативних искустава која смо имали и која још увијек имамо, све се своди на тезу да држава данас ради оно што не треба да ради, а не ради оно што би морала да ради. То ипак није довољно.

1.1. Идеји или концепцији улоге државе у искуству земаља у транзицији и земаља у развоју, па и Југославије, очигледно недостају прецизности и значај искуства развијених земаља и земаља континенталне Европе. Структурално и функционално, сложени и плуралистички карактер јавне власти, знатно противурјечи класичном схватању "интегрисане јавне власти". Но, без обзира што су те контраверзе често и грађене и брањене крајње апстрактним правним и економским категоријама, однос према "државним" институцијама уопште, а посебно према институцијама финансијског тржишта и тржишта хартије од вредности, непосредно се идентификује са државом и тјесно је повезана са њом. Битно је, међутим, да се идеја модерно организоване државе, мора повезивати са идејом јасно прецизираног "јавног царства", које се и аналитички и формално раздваја и уређује у корист осталих учесника на било којем сегменту тржишта. Друштвени, финансијски и облигациони односи, трагом те идејне основе, захтјевају од учесника на тржишту, да се у индивидуалним акцијама руководе вјером у постојање легитимног поретка и устројства власти која увијек и у свим пројекцијама штити те индивидуалне интересе.

1.2. У основи, држава је "у одговорности" да подстиче тржишни развој и изабрану концепцију цјелине друштвеног и економског развоја и његових битних садржаја. При томе, треба држати до тога, да је једна од три битне премисе за развој тржишта хартија од вриједности у рукама државе, односно њених компетенција. Наиме, степен сигурности у правном саобраћају, у трговачким и облигационим односима, искључиво зависи од добре и ефикасне структуре државних и судских процедура.

У том контексту, очигледно, држава подстиче тржишни развој прије свега: *прецизним дефинисањем имовинских права (1), обезбеђивањем чврстоћ и правног система (2) и спровођењем релевантних судских процедура (3)*. Ове активности и процедуре не могу бити, и заиста нису детерминисане ничим другим (па ни спољним санкцијама – случај Југославије), осим сопственим институционалним способностима или неспособностима.

Кроз историју се експериментисало различитим приступима у економским активностима у зависности од степена интервенције државе, на тржишту и у друштву уопште. Приступ се кретао од потпуног либерализма (*laissez-faire*) до командо-

вања и контроле. Неке од ових концепција су се показале успјешним у подстицању економског развоја, али је искуство показало да ни један приступ није могао бити "одговарајући" за све земље, и у свако вријеме. Додуше, опште је прихваћено да држава и тржишта имају комплементарне улоге, и да је држава одговорна за успостављање основних фактора за развој тржишта (прије свега дефинишући и штитећи имовинска права).

Ипак, постоји више контраверзи на питању шта би држава заиста требало да ради у областима као што су регулација понашања учесника на тржишту хартија од вредности, односно на финансијском тржишту у цјелини. При томе, реално је држати до тога, да од карактера и степена квалитета улоге државе и њених овлашћених органа, непосредно зависи успјешност функционисања ових тржишта, и успјешност остваривања улоге осталих учесника, посебно привредних јединица, на овим тржиштима. *У случајевима гдје је регулативна улога државе и њених органа успјешна и ефикасна, постоје сви фактори и индикатори тржишних односа и тржишних хартија од вредности успјешни и ефикасни. И обрнуто.*

2. Садржаји и приоритети државне регулативе на тржишту хартија од вриједности

Држава се на финансијском тржишту, односно на тржишту хартија од вредности јавља у улози: регулатора и контролора, те инвеститора и корисника новца и капитала. Све ове улоге и одговорности, значајно утичу на нормално и успјешно функционисање тржишта, при чему су све те функције државе и њених органа међусобно зависне и условљене. Једноставно, специфичност улоге државе на тржишту огледа се у одређеним прерогативима који заједно носе и јасне и прецизно одређене обавезе, што није случај код било ког другог учесника на финансијском тржишту. При томе, познато је, тржиште хартија од вриједности, а и финансијско тржиште у цјелини, између осталог, захтјевају погодне и чврсте правне и регулаторне оквире.

2.1. Први садржај и први приоритет је неспорно у стварању система и институционалних решења и механизма који су мотивисани *унапређењем и јачањем коришћења институције уговора.*

Јасна права и обавезе страна уговорница, како би се осигурала благовремена реализација уговора и прецизирала одговорност за понашање свих страна у облигационим и финансијским трансакцијама, по основу уговора, непосредно су и у функцији осигурања коректних и поштених тржишта хартија од вриједности. У том контексту, концепција облика и садржаја државне регулативе мора почивати на следећим референцама: државна регулатива мора бити објективна и неутрална, тј. не може заступати појединачно ничије интересе (1), државна регулатива мора бити независна и аутономна у свом функционисању и имплементацији, и то како од стране осталих, учесника на тржишту, тако и од саме државе, јер су управо фактори независности и аутономности регулативе чврста гаранција за успјешно

функционисање тржишта (2), државна регулатива мора бити ефикасна, континуирана и благовремена (3).

Објективно, тржиште не може да се развија ако имовинска права нису адекватно дефинисана и заштићена. Посебно: право на коришћење имовине, забрана или искључење коришћења имовине од стране других, право на приходе по основу имовине, право на продају имовине. При томе, имовинска права кохерентно поклапају и на друштвеним нормама у које спадају: разумљива ограничења (заштита од насиља и пљачкашких активности), заштита од арбитрарних и произвољних активности власти које могу ометати пословне активности, као и на праведним и предвидивим механизмима за решавање спорова. Ово су озбиљна и чврста друштвена правила која мора да гради и обезбједити свака добро организована држава. Све мимо тога је контрапродуктивно у односу на циљеве позитивног развоја сектора предузећа, односно националног финансијског тржишта и тржишта хартија од вриједности.

Најзад, у вези са тим, не треба previdјети ни изузетно важне аспекте међународног финансирања по основу портфолија. Наиме, недавно су, у једној међународној анкети, предузећа из тридесетак земаља, као највеће "проклетство" које одвраћа инвеститоре од одређеног тржишта, идентификовали "корупцију, криминал и непредвидиво судство".

Садржај различитих аспеката са којима правни систем може да јача имовинска права је вишеслојан. Од титулирања власништва над земљиштем и колатерализације покретне имовине, до закона о управљању тржиштем хартија од вредности, заштитом интелектуалне својине и успостављањем и изграђивањем антимонополског институционалног оквира и законодавства. *Када се успостави ред и када се формални механизми поставе на своје мјесто, чак и у недоследну формалних државних институција, економски развој може да се значајно убрза.* Уз то, софистициране реформе и професионални етички и пословни кодекси, стално ће, и у основи континуирано, јачати институционалне способности сваке земље и њених тржишта.

Основни инструменти државне регулативе у овом блоку разграничења могу се систематизовати у три основне групе: у законској регулативи, у оснивању и прописивању рада одговарајућих органа и комисија, те и у стварању инструментарија цјелине заштите интереса учесника на тржишту.

Прва група законских и подзаконских аката има за циљ да оствари потребне услове и пословни амбијент у оквиру кога долазе до изражаја сви позитивни аспекти тржишта и тржишних односа. Оснивањем државних, односно од стране државе овлашћених органа, држава остварује своју регулативну улогу са истим циљем и у функцији доследног остваривања принципа на којима почива успјешан рад и функционисање цјеловитости тржишта (број, форма и начин оснивања и рада ових државних органа, различити су од земље до земље).

Инструменти заштите интереса инвеститора, односно учесника на тржишту, такође су значајан комплекс регулативе који има специфичну улогу у стварању

тзв. јавног мњења и односа инвеститора према продаји и куповини ефеката на тржишту хартија од вредности. Овај блок државних одговорности на питањима заштите интереса инвеститора, од посебног је значаја у оним земљама у развоју и земљама у транзицији, у којима постоје "зелена и плитка" тј. млада финансијска тржишта на којима је тек потребно задобити повјерење огромног броја потенцијалних инвеститора (укључујући посебно и појединце, тј. становништво).

Функцију и улогу контролора и ревизора на финансијском тржишту и тржишту хартија од вредности, у савременим тржишним условима, држава остварује и реализује преко "организованог" апарата чија је једина функција да врши превентивну и накнадну контролу цјелине пословних трансакција учесника на тржишту хартија од вриједности. При томе, различити су облици контроле и ревизије: контрола примјене закона и подзаконских аката којима се регулишу и штите тржишни односи и пословне трансакције (1), контрола и надзор над радом и функционисањем берзи, овлашћених ревизора и других органа контроле и ревизије (2), контрола портфеља хартија од вредности, односно депоа и сваког учесника на финансијском тржишту који се по било ком основу нађе у придржавању хартија од вриједности (3), контрола информација свих врста и облика које се односе и тичу функционисања тржишта хартија од вриједности (4). То само потврђује основни закључак, да је улога државе на финансијском тржишту, односно тржишта хартија од вриједности, колико важна за функционисање сектора предузећа, толико и специфична, те различита од улоге осталих учесника на финансијском тржишту.

2.2. Други велики садржај овог блока одговорности за државу и њене овлашћене органе, је *сектор информације и координације*. Ово питање, у ствари, инсистира на сопственом реструктурирању државе и њених органа, односно на захтјеву да држава постане компактибилна са тржишним системом. Истовремено, и са комплементарним захтјевима да се очува, ојача, али развије постојећа база правних институција и расположиви ресурси људског капитала.

Искуство је показало, да чак и у земљама у којима су рационално и добро дефинисана имовинска права, информациони и координациони проблеми, могу да озбиљно успоре позитиван развој тржишта. Уосталом, информациони проблеми настају због тога што "правила игре" нису јасно исказана, односно и због тога што су знања и способности разумијевања ситуације на тржишту, самим тим, неизбежно ограничена. Рецимо, учесници на тржишту, пословни људи или појединци, могу имати недовољно сазнања о поштењу потенцијалних партнера, или не бити свјесни потенцијалних профитабилних могућности. Истина, координација је тешка прије свега, због сопствених интереса људи. Односно, предузећа и други учесници на тржишту су генерално спремни да дијеле са другима информацију, само ако тиме неће ништа изгубити. Ризик од неиспуњавања обавеза осталих учесника на тржишту, у основи отежава предузећима и појединцима да остварују предности заједно стечених добитака. Управо зато, држава мора да ублажи и омекша информационе и координационе проблеме кроз правни систем, односно преко оштрог

санкционисања изостанка информација, због непотпуних, неблаговремених и лажних информација.

Како и колико држава чини у овој равни, односно у овим двома областима, рефлектује се кроз њене институционалне способности. И то преко два кључна аспекта: преко способности државних службеника и агенција да савладају техничку комплексност информације и координације, те и преко утврђивања мјере за провјеру ограничења којима прибјегавају институције, агенције и званичници, да одустану од својих обавеза и да "клизну у произвољност и непредвидиву примјену закона". У ситуацијама, односно у земљама гдје су институционалне способности јаке, ова врста ограничења може бити праћена и одређеном флексибилношћу која омогућује учесницима на тржишту да реагују на неочекиване токове и догађаје на тржишту. Међутим, за земље у развоју и земље у транзицији, тј. и објективно за земље са мањим институционалним способностима, захтјев за спровођењем процедура које ограничавају ризик од арбитрарног понашања, овај захтјев је специфично наглашен.

3. Оквири за домаће активности

Концепција развоја југословенског тржишта хартија од вриједности, мора да изазове и пробуди пажњу не само људи у југословенском правном систему који су задужени за израду правних прописа, већ и људи који заступају широку структуру учесника у трансакцијама са хартијама од вриједности. При томе ће пажња бити посвећена, између осталог, и питањима као што су: правна етика, посебна улога правних мишљења, висок интерес за ревношћу правних заступника, потребе за предвидљивошћу и ажурношћу у одлучивању, улога специфичних одредница правног сектора у погледу структуре и коректности трансакција које су потребне за подстицање иновација и за акумулацију приватног капитала, и др. Једноставно, пажња мора бити сконцентрисана на изграђивање и јачање правног оквира који је у функцији очувања инвентарне имовине, постојећих и ефикасности тржишта хартија од вредности, а на тај начин и заштити инвестициона и стварања новца и јерења сектора акционарских друштва у тржиште.

3.1. Југославија је већ прешла озбиљан пут на стварању одговарајућих правних оквира и установљавању регулативних тијела и органа. Реформе у привредном систему и економске промјене током 90-их година, доније су, после више од педесет година, основне системске ресурске и формално-правну инфраструктуру за успостављање тржишта хартија од вриједности. Доношењем Закона о хартија од вредности и Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима крајем 1994. године, односно почетком 1995. године, дат је снажан институционални оквир и подстицај за успостављање и јачање тржишта новца и тржишта капитала, као и других посредничких форми у руковању са хартијама од вредности.

Међутим, чињеница је да тај правни оквир није усклађен са актуелним потребама и захтевима цјелине односа и потреба које се формирају и исказују на југословенском финансијском тржишту. Потребна је његова пажљива и озбиљна доградња и комплементарно усклађивање, прије свега, *са пројектима ширег и дубљег надзора, јачања акционарских, њихових и заштитних права и обавеза које проистичу из акције као виших услова тржишне привреде и облигационих и развојних активности предузећа у мешовитој и тржишној привреди*. Закон о предузећима који је крајем 1996. године усвојен у Скупштини СР Југославије, и који је покренуо озбиљна реструктурирања у југословенском предузећу, а и присутне концепције власничке трансформације југословенских привредних јединица, озбиљан су, али не и довољан оквир за унапређење и јачање институционалних оквира битних за позицију југословенског предузећа у домаћим и међународним констелацијама и функционисање тржиште новца и тржишта капитала, тј. тржишта хартија од вредности, те и укупних привредних и финансијских односа.

3.2. Развој тржишта хартија од вредности у Југославији, зависи прије свега, од спремности да се установи, прогласи и добро води рационална стратегија реструктурирања привреде и сектора предузећа, односно да се стварају политички, економски и правни предуслови како би се успоставило нормално функционисање овог тржишта. При томе, мора се поштовати стратегија приоритета, која подразумева да у првој фази добро функционишу постојећи државни органи и процедуре (1), а да се затим граде регулаторни механизми новчаног тржишта (2), те упоредо са тим енергично отвара процес реструктурирања привреде, односно сектора предузећа, са посебним захтјевима на подручју приватизације (3).

Истраживања о развоју финансијског тржишта у земљама у развоју и земљама у транзицији, показала су, да је основна препрека развоју овог тржишта био недостатак поверења учесника на тржишту у сигурност пословања. Несигурност је настајала због сумњи у истинитост пружених информација, могућности манипулација и непоштовања уговорних обавеза. Зато је за тржиште хартија од вредности, функционисање и институционална способност државе, једнако важно као и за сектор предузећа испуњавање економских предуслова као што су: стабилност новца, строгост у облигационим и трговачким односима, отвореност према међународном тржишту, те и ојачана либерализација и демократизација цјелине привредних односа и тржишта уопште.

Иначе, функционисање финансијског тржишта у неадекватном правно-економском окружењу, било би веома тешко, па и ризично. Чак и контрапродуктивно. Умјесто да доприноси економском развоју и стабилизацији, довело би до велике нестабилности и погоршавања привредне структуре. Компаративна анализа о функционисању финансијског тржишта у земљама у развоју и транзицији, с једне, и развијеним земљама, с друге стране, показала је да су дестабилизујуће шпекулације (свака шпекулација није дестабилизаторска) и разне врсте манипулација тржиштем, биле чешће код земаља у развоју и земаља у транзицији. Наиме, код земаља у развоју и транзицији, које су уводиле тржишта капитала, а да претходно

нису подигле општи степен институционалне способности и тржишта укидањем повлашћеног положаја приоритетних секора и монопола, потпуно је била извитоперена алокативна улога финансијског тржишта. У тим условима, тржишта капитала су само појачавала постојеће тржишне ригидности усмјеравањем капитала у повлашћена предузећа и монополе. При томе, треба имати и то, да тржишта хартија од вриједности, чак и у земљама које су развиле фини механизам пруденционе контроле, мора и даље стално да се прати, надгледа и унапређује, јер се нестабилности овде јављају често и из сасвим различитих (и нових и иновираних) разлога.

Стога се може закључити, веома је велика и озбиљна одговорност државе у свим земљама на њиховим системима праћења рада финансијског тржишта и услова његовог функционисања. Уз то као што је познато, у Европи већ постоји озбиљан пројекат да се формира високо интегрисано мултинационално финансијско тржиште, које би омогућило европским инвеститорима из било које земље, да улажу своја финансијска средства на, по њиховој процени, најповољнијем тржишту. Југославија се такође мора припремати за тај програм. Те изгледе у будућности, Југославије не би требало, ни краткорочним ни дугорочним пројектима везаним за изграђивање елемената финансијског тржишта, да доведе у питање.

3.3. На актуелном степену развоја земље, те и њених развојних потреба, упоредо са прихватањем концепције за јачање тржишта основних фактора производње, неопходно је стварати институционалне и економске услове за оснивање и развој (тржишту) неопходних тржишних институција. На финансијском тржишту то би могле бити: специјализоване банке, други финансијски посредници, институционални инвеститори (фондови социјалног и пензионог осигурања, осигуравајућа друштва, развојни фондови, те посебно финансијске и робне берзе). За позитиван развој у овој равни, односно за развој емитовања и инвестирања у хартије од вриједности, неопходно је управо у овој – почетној фази развоја, *појављивање државе и Народне банке Југославије на финансијској берзи, односно на есконитном тржишту.*

Поред тога, да би акционарска друштва заиста могла емитовањем акција или обвезница да прикупљају капитал за финансирање свог пословања и развоја, неопходно је, између осталог, да се књиговодство, завршни рачуни и финансијски извештаји предузећа, воде, односно да прођу ревизију обављену по важећим међународним стандардима. Ово је посебно важно и за банке, којима је неопходна концепција међународно прихваћеног система индикатора и стандарда, који, у "доброј намјери" репрезентују њихов бонитет и позданост пословања.

3.4. Старање о томе, да тржиште буде правично, отворено, ефикасно, транспарентно и конкурентно, подразумева *јавност рада и активности за добро и рационално обавештавање широког круга учесника на тржишту хартија од вредности.* Нису овдје у питању само сопствени извештаји и искази акционарских друштава, већ и налази и процјене стања на тржишту хартија од вриједности и њиховој међузависности са другим релевантним тржиштима од стране било ког учесника на тржишту. Исто тако, овај принцип подразумева одговорност Влади и Парла-

менту, односно и широке структуре финансијске и привредне јавности. Институција "објављивања података", принципи на којима почива и циљеви које собом носе, заиста су битна пројекција сваког доброј пројекта развоја сектора предузећа, а и тржишта хартија од вредности.

3.5. Треба имати у виду и једну специфичну пројекцију сваког тржишта хартија од вредности, па и тржишта земље у развоју као што је и Југославија. Наиме, тржишта хартија од вредности не могу и не треба да буду потпуно и перфектно регулисана. Зато се на овом питању може говорити о томе, да је поред легислативе око регулаторног тијела првог реда (Савезне комисије за хартије од вредности), *пошребно успановљење координираних активности и саморегулативних организација и правила понашања на тржишту*. Нивои и садржаји регулисане ванберзанске и слободне трговине хартијама од вредности, захтјевају бригу о правилима које, у сарадњи са компетентним регулативним тијелима, доносе и промовишу националне асоцијације и удружења берзи и берзанских посредника, брокера и дилера, фјучерска, и др. Стандарди и захтијеви ових и на овај начин координираних механизма и саморегулативних процедура, у почетној фази развоја тржишта хартија од вредности, обично су строжији од минималних стандарда које захтијевају савезни закони. Међутим, на основу тих смерница, јавне институције, брокери, дилери, инвеститори и различите врсте, као и други учесници на тржишту хартија од вредности морају поштовати дух и позитивну праксу савезних закона о хартијама од вредности. При томе је све у функцији олакшања инвестиционих анализа и доношења одговарајућих одлука акционарских друштава и друге публике која улаже средства.

4. Два реално могућа закључка

Новији приступи о улози државе у економском животу земље, углавном одбацују тезу о држави као унитарном инструменту власти. Не само да се држава рационално рашчлањује на различите блокове и секције, већ и ови њени дјелови често имају сукобљене интересе. То се може потврдити и на комплексу питања везаних за улогу државе у развоју интереса предузећа на тржишту хартија од вредности. Наиме, разне и различите државне институције и агенције, настале у различитим историјским и политичким околностима, имају различиту организациону културу, а и различите задатке у области регулативе. Може се дакле рећи, да су и државне структуре интерно конкурентне као и тржишта хартија од вредности на којима различите агенције заступају различите интересе. Самим тим, ради се о сложенем мноштву "конкурентних коалиција" које су се нашле између економских интереса предузећа и државних структура које треба да граде равнотежу цјелине интереса на тржишту. Но, за наша разматрања је битно, да констатујемо, да на пројекту развоја тржишта хартија од вредности у корист сектора предузећа, од стране државе и државних органа, не може бити конкурентних циљева.

Према томе, први закључак се јасно намеће: актуелна југословенска привредна и финансијска констелација стања и односа, потенцира да је тржиште хартија од вриједности кључно подручје структурних реформи сектора предузећа у периоду које је непосредно пред нама.

Друго, мноштво је разлога да држава и њега регулаторна тијела (Савезна комисија и други одговорни и компетентни државни органи за надзор и контролу, а прије свега Савезно министарство за финансије и Народна банка Југославије), озбиљно и одговорно имају у виду све аспекте овог сложеног и тешког питања. Укупним активностима и кординацијом ојачаног надзора, не би се смјело дозволити, да се управо у почетним годинама стварања југословенског тржишта хартија од вриједности, догоде потреси и авантуре које су се већ дешавале и десиле у југословенском финансијском и банкарском систему. Та врста потреса би била са значајно већим и тежим последицама.

Најзад, неће бити сувишно, посебно у времену које, за СР Југославију, обележава напуштање зоне и периода тзв. "плитких финансија", да се у грађењу и контроли посебног националног програма за развој тржишта хартија од вриједности, користе историјска искуства, тј. искуства што су их имала развијена тржишта хартија од вриједности. У вези са тим, посебно су занимљива искуства и свјеже лекције од прије десетак година, из октобра 1987. године, искустава земаља Централне и Источне Европе између 1992. и 1996. године, а и искуства земаља југоисточне Азије током 1997. и 1998. године. А, она, прије свега, упозоравају, на то, да је брз развој финансијских тржишта и тржишта хартија од вриједности, створио потенцијално опасан коктел агресивних трговина, "лукавог новца", шпекулативних инвеститора и крајње сложене финансијске инструменте, које клијенти на тржишту често и не размеју до краја. Поред тога, сама интернационализација као главно обележје финансијских тржишта, истиче као висок приоритет, *попиребу за међународном сарадњом у циљу хармонизације и стандардизације правила и мјера*, те и координације регулаторних органа и тијела, како на националним, тако и на међународним тржиштима хартија од вредности.

Коначно, имајући у виду дата разграничења и представљене релевантне аспекте на овом занимљивом (па и отвореном питању, очигледно су неспорне двије ствари. У актуелним консидерацијама југословенске економске стварности, изграђивање оптималне концепције тржишта хартија од вриједности, од пресудне је важности за развој који у условима међународне сарадње, између осталог, наглашава методу смањивања зависности од скувих страних кредита. Истовремено, промовисање утемељене и рационалне концепције развоја југословенског тржишта хартија од вриједности, од суштинског је значаја за успјешан национални програм реструктурирања сектора предузећа.