

мр Милош ЈАНКОВИЋ
директор у УББ

ДРЖАВНА РЕГУЛАЦИЈА И ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА

Резиме

Савремени проблеми и изазови глобалне финансијске кризе захтевају нове одговоре и потребу разраде дугорочне националне стратегије развоја тржишта харџија од вредности. При томе је неопходно јачање државне регулације, на основама најбоље праксе развијених тржишта капитала. Кључни задатак је повећање ефективности регулатора у управљању свим ризицима, посебно системским ризиком у кризном времену. Напашава се потреба усавшавања правног оквира, оперативне мониторинга и примене права у борби са манипулацијама на тржишту капитала, као предуслова стабилизације економије и друштва.

Кључне речи: држава, регулација, тржиште капитала, криза, правна одговорност.

I Уводне напомене

Претерана вера у слободно деловање тржишта, на основама саморегулације, као основа савремене финансијске кризе, наметнула је потребу преиспитивања правила игре на тржишту капитала.

Очигледно је да је „локомотива“ светске економске кризе био финансијски сектор. Буран развој финансијских тржишта довео је до процвата финансијских институција, које су остваривале огромне зараде, због прегрејаности финансијског тржишта. Финансијске шпекулације добиле су огромне размере. Већина сегмената финансијског тржишта де-

монстрирала је јачу динамику раста од раста укупне светске економије, што сведочи следећи показатељ: обим финансијског тржишта премашио је величину светског друштвеног бруто производа!

Резултати транзиционих земаља у приватизацији, бум тржишта капитала, неефективност учесника у преузимању превеликих ризика у циљу максимизације профита и друге аномалије на тржишту капитала, довели су до потребе консолидације инфраструктуре тржишта капитала, уз јачање надзора и стимулативних мера државе.

Тако се и на домаћем тржишту капитала, од очаравајућег оптимизма и маште инвеститора свих боја, дошло до сурове реалности пада тржишта и огромних губитака свих учесника тржишта капитала.

У бројној литератури и анализи глобалног финансијског система постављају се бројни изазови и питања: да ли тржишна економија може да функционише без тржишта хартија од вредности (у условима доминације процеса „банкизације“), зашто је легализација својине у условима транзиције дужи и компликованији правни процес од саме приватизације, да ли су за суштинску контролу финансијских ресурса путем тржишта капитала, поред чврстих закона и њихове примене, важни и друштвена традиција и етичке норме, да ли економска демократија ствара реално тржиште права својине – чија је форма тржиште капитала, да ли су за раст економије акционарског типа важнији политичка стабилност и ниски порези или баланс интереса власника и менаџмента и сл.?

Свакако, више је питања, него правих одговора. Па ипак, како показује светска пракса, нема стабилне тржишне економије без стабилног и развијеног тржишта хартија од вредности, као механизма увећања инвестиција и националног богатства. Стабилно тржиште капитала не настаје, нити се развија спонтано, већ уз активну улогу државе и кључну улогу инвеститора. Тржиште капитала у Србији је релативно мало и још увек није проводник инвестиција, није суштински повезано са реалном производњом, односно привредом и становништвом земље (није донор за посусталу реалну економију). Са друге стране, ово тржиште није ефективно, јер не остварује пуну ликвидност хартија од вредности.

Све наведено потврђује да домаће тржиште капитала захтева озбиљну рехабилитацију, реорганизацију и јачу државну подршку, стварањем стимулативнијих услова за излазак из кризе и даљи стабилан развој.

II Транзиција и тржиште капитала

У оквиру транзиције на тржишну привреду, током претходних четврт века, домаће тржиште хартија од вредности прошло је више

фаза – од настанка, отежаног развоја примарног и секундарног тржишта, пост-приватизационог бума, до великог застоја у склопу глобалне финансијске кризе. Дошло се до тога да се у 2012. на Београдској берзи трговало акцијама само 311 емитената.

Поред успеха на пољу побољшања више показатеља перформанси једног броја приватизованих предузећа, транзиција и приватизација су довеле и до бројних негативних ефеката на опште благостање друштва. Упоредо са процесом приватизације и акционарства одвијао се и процес развоја тржишта капитала. Циљ развоја тржишта капитала није био у фокусу када је вршен избор метода приватизације, али је зато развој тржишта касније био под значајним утицајем изабраног метода. Затворени модел инсајдерске приватизације условио да се секундарна тржишта формирају пре настанка адекватног система регулације и надзора. Због тога се тржишна инфраструктура развијала *ex post*, као одговор на захтеве тржишних учесника. Приватизација предузећа довела је до разних форми извлачења профита из предузећа, кроз оснивање фирми-кћерки, намерно увећавање трошкова, незаконито отуђење имовине инсајдера и сл. Разлог је што инсајдери себе нису осећали „правим“ власницима, већ је њихов циљ био лично богаћење. Борба са тим економским и правним преступима тек сада, након више година, добија на интензитету.¹ Међутим овде треба истаћи и позитивна искуства бројних приватизованих фирми, које по пословању спадају у ред најуспешнијих компанија у Србији.

У следећој фази обављена је екстерна приватизација путем иницијалних јавних понуда, па су развој тржишне инфраструктуре и приватизација били интегрисани процеси. Тај *ex ante* приступ, са нагласком на „шок терапију“, односно либерализацију, дерегулацију и брзу приватизацију, довела је до масовне приватизације и тржишне активности која је на самом почетку била подложна разним шпекулативним активностима.²

Пракса свих транзиционих земаља је показала да наведена прерасподела расположивих ресурса није довела до развоја, а незапосленост и сиромаштво, као и пораст задужености, како државе, тако и становништва, представљају реалност. Може се рећи, да је пракса показала да је немогуће извршити реалокацију ресурса, која ће довести до побољшања положаја једног дела становништва, а да се истовремено не

1 Живота Ристић, „Криминализација српског акционарства и (не)моћ државе“, у: В. Гоати, В. Вукотић (уредници), *Бизнис и држава*, Институт друштвених наука, Београд, 2006.

2 Масовна приватизација је, преко контролних пакета акција, у релативно кратком року створила нове власнике корпорација, укључујући и највеће (које називају тајкунима или олигарсима).

погорша положај остатка становништва. То доводи до појаве мање групе транзиционих победника и већине становништва – жртава транзиције. Нанета је огромна штета економији земље, удар на поверење грађана – инвеститора у тржиште хартија од вредности, као и на ауторитет државе која није заштитила своје грађане.

Овај неолиберални сценарио одиграо се у Србији. Сматрало се да је модел радничког акционарства односно бесплатна подела акција, као иницијална форма приватизације, представљао лош облик својинске трансформације, јер задржава постојеће начине функционисања предузећа и успорава структурне реформе различитих аспеката привреде: од управљачког, организационог до технолошког и финансијског. Са много буке и не мање револуционарног заноса истицало се да предузећа у којима су већински власници акција запослени у тим фирмама сувише подсећа на самоуправни систем. Сматрало се да се тако предузећа дистанцирају од тржишта капитала и интереса инвеститора. Други, неолиберални модел масовне приватизације, заснивао се на продаји друштвеног и државног капитала, са идејом да ће будући купци довести до побољшања свих аспеката функционисања предузећа. Међутим, ни тај нови модел приватизације, због шпекулативних операција, није дао очекиване резултате, нарочито када се они посматрају са аспекта општег друштвеног благостања.³

Неспорно је глобална финансијска криза узела свој данак. Од 2002. године до данас, број банака на тржишту Србије се смањио са 50 на 31. Број берзанских посредника се у периоду од 2006. до данас смањио са 79 на 49, уз истовремено смањивање вредности берзанских индекса, тржишне капитализације, као и драстичног смањењења годишњег промета на тржишту. Вредност акција предузећа смањена је у просеку за 10 пута, тако су инвеститори изгубили 90% имовине. Тиме су инвеститори имали драстичну негативну вредност приноса (дивиденде) на акције, у поређењу са приносом (камата) на депозитно-кредитном тржишту.

Сада када је процес приватизације у Србији практично завршен, може се рећи да основни проблем привреде није власничка структура, већ некомпетентно управљање том имовином. Неefикасно корпоративно управљање је довело до пословања тих предузећа са губицима, а у неким случајевима и до потпуног уништења вредности предузећа (обавезе значајно премашују имовину тих предузећа).⁴ Предузећа којима

3 Божо Драшковић, „Крај приватизације и последице по развој“, у: Божо Драшковић (уредник), *Крај приватизације – последице и економски развој и незајосленост у Србији*, Институт економских наука, Београдска банкарска академија и Савез самосталних синдиката Србије, Београд, 2010.

4 Опширније о значају корпоративног управљања у Мирко Васиљевић, *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2007.

се тако управља немају перспективу, нарочито у условима када немају слободан приступ тржиштима капитала или у ситуацијама када су њихове цене контролисане. То је показала и пракса у најразвијенијим тржишним економијама, попут САД, од кризе 2008. године, када су се владе одлучиле да огромним (трилионским) пакетима стимуланса помогну или практично национализују приватна предузећа, а да за узврат промене управљачке структуре у тим предузећима. Дакле, неопходно је одвојити власничка од управљачких права, без обзира на то да ли је власник предузећа држава или приватни инвеститор.

Идеологија слободног тржишта промовисала је тржиште као ефикасан механизам за решавање проблема рационалних очекивања. Практика је показала да је за ефикасно функционисање тржишта капитала битан баланс између тржишта и државне регулације. Далеко је важнија добра регулација, него дерегулација. Антикризна политика различитих држава и међународних институција укључивала је различите мере финансијске регулације. Непобитан је закључак: Без регулације нема ни самог тржишта. Регулација је у најбољем интересу тржишта капитала.

III Нужност државне регулације

Показало се да ефективни власник акционарског капитала (велики и мали) не може постојати без ефективног тржишта капитала. Може се слободно рећи, да је постојао укупно ефективнији систем државне регулације тржишта капитала (нарочито процеса приватизације) економске и моралне штете по економију земље и грађане биле би драстично мање. Овако, апсолутна саморегулаторна стихија тржишта, прети да готово уништи и само тржиште и да нас врати у нетржишни амбијент. Наравно, држава не може заменити тржиште капитала, али може и мора допринети активној, стимулативној (нерестриктивној) и ефективнијој регулацији, као и сузбијању тржишне стихије и малверзација. Због тога се сада на глобалном плану „невидљива рука тржишта“ замењује „видљивом руком државе“. Најизразитији пример државног интервенционизма – национализације је најразвијеније тржиште капитала у свету, где су САД уложиле неколико трилиона долара пореских обвезника за спасавање институција и ублажавање финансијске кризе.

Циљ државне регулације је да се подржи процес инвестирања преко тржишта капитала, од свих категорија инвеститора: стратешки – који имају контролу над предузећем, крупни – који своје резерве држе у хартијама од вредности и посебно мали инвеститори – велики број акционара са малим пакетима акција, који обезбеђују широку базу и стабилност тржишта. Ради инвестирања у хартије од вредности – акције

и обвезнице и модернизацију производње, држава остварује посебан утицај на емитенте, кроз сарадњу, контролу средстава и регулацију. Посебан значај за даљи развој тржишта капитала је развој сегмента дугорочних корпоративних обвезница.

Поново се актуелизује питање односа саморегулације и државне регулације. Адекватна државна регулација може да ојача и допуни, а лоша подкопава тржишну регулацију. Према томе државна интервенција је или ефикасна или сувишна и контрапродуктивна. Регулација је неопходна за тржишта капитала која добро функционишу, али је сложено одредити која је улога државне интервенције. Неки други фактор мора бити уведен како би се оправдала државна интервенција која се односи на еволуирана правила, наредбе и институције помоћу којих тржиште регулише понашање.

Већина финансијских трансакција је сувише мала да би укључивала претњу кривичним, па чак и прекршајним санкцијама. Тржишта капитала треба да функционишу тако да елиминишу страх обе стране од преваре, чиме се омогућава закључивање трансакција. Проблем је како предупредити понашања која подкопавају обострано корисно друштвено понашање. Партнери поштују правила због очувања репутације, како би били у стању да учествују у будућим трансакцијама на тржишту. Репутација, односно страх од њеног губитка, ограничава неадекватно понашање и показује саморегулисање тржишта капитала.⁵

Након више од једне деценије дерегулације и изјава бројних америчких и других председника да је „ера велике владе готова“, политичко клатно се поново враћа на страну регулације. Позиви за акцијом владе су све гласнији и све бројнији. И поред тога академске дискусије су остале заглављене у размишљањима о дерегулацији, које се више фокусирају на грешке влада, него на могуће успехе или ефективност влада. Због тога постоји опасност да ће будућа регулација тржишта капитала бити заснована, не на новим истраживањима и мишљењима, већ на старим идејама које ће бити реактивирани у недостатку бољих решења. Нове регулаторне иницијативе и решења на тржишту би требало заснивати на анализи претходних искустава и критикама старих приступа, али и новим погледима на могућности регулације, понашање тржишних учесника и социјалне потребе.

Размишљања о државној регулацији тржишта капитала често почињу са разматрањем финансијских криза. На идеалном економском тржишту, појединци максимизирају профит, просто остваривањем сопствених интереса. Понекад „невидљива рука тржишта“ не успева да оптимизира друштвено благостање. Кривци су, како су нас економисти

5 Џорџ Акерлоф, Роберт Шилер, *Животињи дух*, Службени гласник, Београд, 2010.

и правници учили, јавна добра и екстерналије, које прете да направе раздор између себичног појединца и друштвеног благаостања.

Серије појединачних финансијских криза прошлог века (Бразил, Аргентина, Кореја, Русија и др.) су често биле посматране као довољни разлози за владину интервенцију. До касних 70-их, почело се придавати више пажње проблему владиних грешака, чиме се повећала осетљивост на могућност да само постојање законодаваца, који су се бавили тржишним краховима, може произвести више штете него користи у покушајима да се излече тржишни недостаци. Они су увек били подложни утицају интересних група, или могу бити на други начин ометени у заштити јавног интереса. Чак и они који имају најбоље намере и подстицаје могу доживети неуспех као резултат неадекватних информација.

Иако су тржишни ломови остали важан и много разматран концепт у друштвеним наукама, недостаци државне регулације су постали све присутнији предмет истраживања. Скептицизам, па чак и цинизам су замењени оптимизмом у академским размишљањима о држави и порастао је притисак на широку дерегулацију. Израз „регулација“ који је раније био синоним израза „тешка рука државе“ и „надзор и контрола“, са асоцирањем на Стаљиново време, данас је вапај за спашавање најмоћнијих учесника глобалног тржишта капитала.

Актuelна економска криза је довела до нових покушаја анти-кризне регулације финансијских тржишта у циљу ублажавања и отклањања последица кризе и спречавање понављања грешака у будућности. Криза своје корене вуче из ослањања на деловање саморегулаторног механизма тржишта, као и из основног интереса власника да се на тржишту управљају жељом за максимизирањем добити. Још једном је потврђено да су кризе саставни део деловања тржишта са циљем усклађивања личних и друштвених интереса, као и да држава мора интервенисати, како би се избегли трошкови кризе, како буџетски трошкови помоћи привреди, тако и потенцијални губици инвеститора, компанија и грађана.⁶

Једна од главних улога државе на тржишту јесте враћање поверења у тржиште капитала, без кога оно не може нормално функционисати. Упоредо са тим, обављање убрзане регулаторне и законодавне активности са циљем отклањања тржишних недостатака и креирање правног оквира за његово функционисање у будућности, без опасности да се понове пропусти који су довели до претходне кризе. Оно што се променило за нови однос према тржишту јесте прихватање улоге државе на тржишту и тежња да она постане трајни тржишни фактор. О томе говоре ставови законодаваца и регулатора на свим развијеним тржиштима. Интервенције од стране регулатора имајући у виду развијеност и пове-

6 Пол Кругман, *Окончајте ову дејресију одмах!*, Интеркомерц, Београд, 2012.

заност тржишта капитала у будућности морају имати глобални карактер како би се превазишла ограничења која не постоје када је кретање капитала у питању.

IV Управљање ризицима

Функционисање тржишта капитала одвија се у условима широког спектра ризика, како ризика – опасности, тако и ризика – могућности. Неопходан је интерактиван приступ управљању ризицима, ресурсима и институцијама на финансијском тржишту – који чине крвоток економског система. Потцењивање ризика информационе асиметрије, негативне селекције, моралног хазарда и формирања цена на тржишту капитала било је окидач финансијске кризе, која се пренела затим на реални сектор, смањивањем стопа економског раста и повећавањем незапослености. Нестабилност је повезана са дејством објективних фактора: бујањем иновативних финансијских инструмената, револуцијом информационих технологија, либерализацијом и дерегулацијом.

Основни задатак нове регулације је контрола ризика на тржишту капитала, пошто регулатори нису спремни да утичу на процес максимизирања приноса. Ограничавањем приноса би била угрожена основна мотивација тржишних учесника, као и природа капиталистичког система. Ипак контрола ризика не би требало да значи и његову друштвену дисперзију, иако се у тренуцима отклањања последица кризе јавља потреба да држава санира губитке или надомести капитал финансијских институција, чиме се врши социјализација ризика. Контрола бројних ризика се своди на успостављање јасне везе између ризика и приноса. Тако се системски ризик контролише регулисањем структуре тржишта, величине финансијских институција, променама њихове делатности и спречавањем моралног хазарда у њима. Репутациони ризик се смањује усавршавањем принципа корпоративног управљања. Коначно, специфични ризици се контролишу надзором финансијских институција и то у области прописивања неопходног обима капитала, правила ликвидности или начина вршења контроле пословања.

Нова регулација тржишта капитала мора да се бави питањима системског ризика, нарочито на институционалном нивоу. Нова законска решења морају се ухватити у коштац са сложеном структуром финансијских система најразвијенијих тржишта капитала, попут оних у САД или Европској унији. У САД су већ усвојена решења која ограничавају финансијске институције у погледу послова којима се могу бавити. Та ограничења се односе на раздвајање банака и власника банака од хец фондова или забрану банкама да обављају трговање својим сред-

ствима (дилерским пословима). Ова решења су последица устаљеног понашања финансијских институција, које су ради остваривања већег профита, преузимале превелике ризике у трговању хартијама од вредности. Такво понашање је креирало морални хазард, који је захтевао коришћење бројних механизма за обуздавање тог ризика.

Нови приступ укључује и ограничавање величине финансијских институција, чиме се зауставља досадашња пракса неограниченог укрупњавања финансијског сектора. Величина компанија се ограничава на 10% укупне пасиве свих финансијских компанија. На тај начин се избегава појава институција „које су превелике да би пропале“. Осим тога, креира се и фонд за ликвидацију великих финансијских компанија, што донекле ограничава системски ризик.

Регулација тржишта капитала се, осим финансијским институцијама, мора бавити и проблемима заштите клијената, као и регулацијом рејтинг агенција које представљају значајан извор моралног хазарда. Оне су се у претходном периоду бавиле како давањем оцена рејтинга, тако и пружањем консултантских услуга, што доводи до озбиљног сукоба интереса.

За разлику од САД, законодавци Европске уније су се у пост-кризном периоду регулације концентрисали на даљу хомогенизацију јединственог европског финансијског тржишта. У складу са тим је формиран Европски одбор за системске ризике, који има за циљ идентификовање ризика и прикупљање информација о њима. Контрола осталих специфичних ризика ће се заснивати на доношењу адекватних решења у домену услова пословања финансијских институција, као и регулације надзора њиховог пословања.

Поуке које су извучене из актуелне глобалне економске кризе упућују законодавце на јачу међународну координацију. Због тога се поново реafirмише улога међународних регулаторних институција: Међународне организације комисија за хартије од вредности – *IOSCO*, Базелског комитета за надзор над банкама, Одбора за финансијску стабилност – *FSB* и др. На овим институцијама је да креирају заједничка решења за међународна тржишта, као и да дају регулаторна решења за проблеме којима се регулација није до сада бавила. На националним нивоима потребно је глобална решења имплементирати и променити оријентацију надзора над пословањем финансијских институција ка превентивном деловању и спречавању негативног понашања, уместо (као до сада) на отклањању штетних последица таквог понашања.

Репутациони ризик се односи на различите аспекте корпоративног управљања и има реперкусије на то како тржиште посматра одређену финансијску институцију. Политика бонуса менаџмента је

један аспект репутационог ризика, који је под лупом јавности. У тренуцима када су се финансијске институције суочавале са губицима бонуси су исплаћивани, њихови износи су били у огромној диспропорцији са платама радника, а исплаћивале су их и институције које су користиле помоћ државе како би избегле банкротство. Основни проблем није само у висини бонуса, већ у томе што је досадашњи систем мотивисао менаџере да се понашају имајући у виду само краткорочне резултате, преузимајући веће ризике, него што је било оправдано. Како би се ограничио овај извор ризика, политика бонуса се под притиском јавности све више помера на исплату награда у виду акција компаније, чиме се интереси менаџмента и акционара повезују. Осим тога уведе се и одређена ограничења у смислу одлагања тренутка када менаџмент може располагати тим акцијама.

Озбиљнији приступ корпоративном управљању од стране учесника на тржиштима капитала захтева већу квалификованост стручњака, који разумеју ризике и опасности које са собом носе финансијске иновације. Под притиском кризе, финансијски стручњаци су почели да улазе у менаџмент структуре предузећа. У наредном периоду се мора водити рачуна о чешћим променама у управљачким структурама, имајући у виду променљиве захтеве тржишта.

Стварање ефективнијег система регулације пословања професионалних учесника тржишта капитала и емитената захтева усмереност државне регулације на решавање горућих проблема опоравка и модернизације економије, пораста инвестиционих пројеката, развоја иновација, заштите инвеститора, развој међусобних односа свих врста учесника на финансијском тржишту, ради постизања његове стабилизације.

Неопходни су чвршћи законски и други нормативни акти, који откривају, санкционишу и спречавају нове тржишне махинације. При томе је неопходан нови приступ међусобне сарадње регулаторних органа и саморегулаторних организација, на основама јасно дефинисаних модела, процедура и поделе одговорности, Битно је да се одвоје мањи технички пропусти од великих скандала на тржишту капитала.

Нове перспективе регулације тржишта капитала укључују и следеће ставове.

Нема тржишта без регулације која дефинише право својине, поставља стандарде пословне праксе и креира широко поверење у правичност економских правила игре.

Јавни званичници који су задужени за креирање и спровођење регулаторних закона нису увек доминантно вођени сопственим интересом. Регулатори и законодавци такође желе да заштите и увећају

своју репутацију. Они се макар понекад фокусирају на оно што они перципирају као опште добро. Та њихова перцепција јавног интереса је под значајним утицајем онога што се посматра као одговарајућа сврха владе.

Тржишни учесници – менаџери, потрошачи, радници, инвеститори, зајмодавци, осигуравачи, итд. се не понашају као стриктно рационални проценитељи интереса, било да њихов циљ укључује уске сопствене интересе или опште добро. За многе особе примамљивост социјалне кооперације често надјачава себичне интересе.

Постизање веће ефикасности алокације ресурса или продуктивности није једини легитимни циљ регулаторне иницијативе. Забринутост за резултате те алокације, као и за виталност демократских институција такође имају своје место у обликовању нове регулаторне политике.

Институционална мрежа регулације ретко укључује само владине регулаторе и регулисане бизнисе. Широки спектар комерцијалних субјеката, индустријских асоцијација, невладиних организација, квази јавних институција, чак и медији играју значајну улогу у регулаторном процесу, како у области постављања стандарда, тако и у области спровођења закона и судских процеса.

Регулатори треба да узму у обзир широки спектар и логику регулаторних механизма који су им на располагању (опорезивања, спровођења правних решења, омогућавања приступа информацијама, детаљног креирања правила, делегирања надзора саморегулаторним телима и сл.)

V Закључне напомене

Актуелна светска финансијска криза има системски карактер, захватајући (мање или више) сва тржишта, све секторе економије и све земље света. Једно од најрањивијих подручија постало је тржиште капитала, услед многобројних фактора, а посебно због грешака и манипулација у формирању приватне својине, као и због шпекулативног понашања и игре на постизање максималних профита, далеко већих него у области банкарства.

Постало је очигледно и неспорно, више на глобалном, него на националном нивоу да су неопходне промене односа свих учесника на линији: тржиште капитала – држава. При томе на значају добијају термини „регулатор“ и „државна интервенција“.

На глобалном нивоу појачани су координирани напори да се реформишу постојећа тржишта хартија од вредности, изучавањем разли-

читих искустава, модела и нивоа одлучивања. Домаће тржиште хартија од вредности је озбиљно деградирано, умртвљено и тиме враћено много уназад у погледу ликвидности, трошкова, асортимана финансијских инструмената, правне одговорности и перспективности.

Полазећи од дубље анализе стања, учињених пропуста и правне одговорности закршење права, а у циљу бржег економско-социјалног опоравка и развоја земље, неопходна је Дугорочна стратегија развоја тржишта хартија од вредности до 2020. године, на основама конкуренције, професионалне одговорности свих учесника, разноврсности инструмената и стимулације домаћих (посебно средње класе) и страних инвеститора. Држава треба да обезбеди подршку очувању и развоју финансијског тржишта, бројним својим мерама, подстицајима и гаранцијама.

За дубље разумевање суноврата и увођење ефективне интегративне регулације тржишта капитала потребни су додатни напори у научној и законодавној сфери. Потребан је и повратак економској и правној историји, моралу и идејама будућности.

Mag. Miloš JANKOVIĆ
Director in UBB

GOVERNMENT REGULATION AND CAPITAL MARKETS

Summary

Modern problems and challenges of the global financial crisis demand new answers and the need for development of a long term strategy for securities market development. It is also important to strengthen government regulation, on the basis of the best practice of the developed capital markets. A key task is to increase the regulators effectiveness in managing all of the risks, especially system risk in the time of crisis. The need for perfecting the legal framework, operation monitoring and the application of law in the fight against capital market manipulations is emphasized, as it represents a prerequisite for the stabilization of economy and society.

Key words: *government, regulation, capital market, crisis, legal responsibility.*