

Др Вук ОГЊАНОВИЋ

Институт за тржишна истраживања, Београд

СТАЊЕ ТРЖИШТА ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ – ОЗБИЉНО ОГРАНИЧЕЊЕ ЗА РАЦИОНАЛНО ПОСЛОВАЊЕ ПРИВРЕДНИХ ДРУШТАВА

Резиме

Значај финансијског тржишта, те посебно тржишта хартија од вредности за унутрашњу и спољњу стабилност економија земаља у транзицији, битан је и неспоран. Тржиште хартија од вредности, као и целина финансијског тржишта у нас, међутим, није у потенцијалу, да ствара предуслове за успешно реформисање националне економије, односно за рационално привредно пословање, те и реструктурирање јавних и бивших друштвених предузећа у савремено организована и продуктивна привредна друштва.

Разлози дубоке кризе тржишта хартија од вредности су бројни. Транзиција српског економског система у задњих петнаестак година, очигледно је имала друге и другачије приоритете. Очекивани ефекти приватизације, као кључне концепције за трансформацију и модернизацију тржишта хартија од вредности, потпуно су изостали. Уз то, није било ни праве националне стратегије за прилагођавање сталним променама, иновацијама, кризама и турбуленцијама на међународном финансијском тржишту.

Актуелно стање обавезује, да држава и надлежне регулаторне институције, у складу са својим одговорностима, морају што пре покренути ефикасан програм активности и мера за излазак из евидентне и очигледно скупе кризе домаћег тржиште хартија од вредности и тржиште капитала. Националној економији је неопходно стабилно и савремено разумевање финансијско тржиште, са најбољом заштитом свих учесника и инвеститора на њему. Дакле, међународно транспарентно и стабилно тржиште корпоративних акција, обвезница и других финансијско-имовинских аранжмана, преко којих је могуће стварати предуслове за фи-

нансирање одрживог економског раста и развоја, за јачање извоза, за консолидацију јавних финансија и спољњег дуга, те и за позитиван развој земаљских демократских структура.

Кључне речи: *финансијско тржиште, тржиште хартија од вредности, приватизација, ограничење, тржиште капитала, држава, регулаторне институције, програм за кризу.*

I Уводне премисе

Финансијско тржиште, односно тржиште хартија од вредности је *кључна полука савременог глобализованог економског система*. Истовремено, оно је витална концепција повезивања и кохезије у комплексу сложених међузависности глобалног финансијског система и националних, те регионалних финансијских тржишта. Између осталог, ово тржиште привлачи и распоређује штедњу, подржава инвестиције привредних друштава, уређује каматне стопе, девизне курсеве и цене финансијске активе (акција, обвезница, и др.). При томе, треба инсистирати, улога овог тржишта у стварању предуслова за подршку инвестицијама, од есенцијалног је значаја за здраву и одрживу економију. Заправо, земље са развијеним и транспарентним финансијским тржиштима, брже се и сврсисходније развијају.

Значај целине финансијских тржишта треба мерити економским функцијама које обавља глобални систем финансијских институција, механизма и инструмената. А тих виталних функција је више. Као што су: 1) механизми за штедњу, 2) систем финансијских институција које промовишу финансијско богатство привредних друштава и појединаца, 3) конвертовање финансијских инструмената у ликвидност – у готовину, 4) одобравање кредита за финансирање текуће и инвестиционе потрошње, 5) функција плаћања – куповине роба и услуга, 6) функција заштите од ризика по живот, здравље, имовину и приход, 7) те и механизам – средство политике преко којег држава развија, стабилизује и унапређује своју економију.

Иначе, *најзначајнији блок финансијског тржишта* у условима либерализованих економских односа са иностранством, неспорно је *тржиште хартија од вредности*.

Тржиште хартија од вредности је од *посебног значаја и за новчано тржиште и за тржиште капитала*. Дакле, и за унутрашњу и за спољњу стабилност економија земаља у развоју и земаља у транзицији.

На *новчаном тржишту*, привредна друштва и појединци управљају својим позицијама ликвидности. При томе, хартије од вредности

или кредити чији рок доспева у року од годину дана или краће, сматрају се за инструменте новчаног тржишта. Исто тако, овај сегмент финансијског тржишта, омогућава државама да обезбеде краткорочна средства у ситуацијама када неблагоремено (и споро) притичу средства по основу пореза и других јавних прихода.

Тржиште капитала је међутим, усмерено и намењено финансирању дугорочних инвестиција привредних друштава, државе и домаћинства (основна карактеристика структуре инструмената на овом тржишту је првобитно доспеће преко годину дана).

Најсадржајнији сектор тржишта капитала, је тржиште корпоративних акција. Наравно, и других хартија од вредности, *које у привредном пословању*, односно ради прикупљања капитала, могу емитовати или емитују привредна друштва или јавни-државни сектор.

II Мотивационе основе за учешће на тржишту

У савременом комерцијалном правном систему, односно у привредним системима мешовитих тржишних економија уопште, доминира потреба за ефикасним уређивањем система трговања на финансијском тржишту. Тај високи приоритет је разумљив, јер је реч о комплексном систему пословних – облигационих мрежа, на који, са својим аутономним интересима, конкурише велики број учесника финансијског тржишта. Ту су: држава, банке и друге финансијске организације, широки круг привредних јединица и привредних друштава, становништво, те и моћни учесници на националним финансијским тржиштима из иностранства.

Ова импозантна пословна – комерцијална мрежа учесника, по логици својих пословних интереса, међусобно тргује на финансијском тржишту. Ипак, сви учесници имају реално *један заједнички интерес*. Наиме, за све њих, за све „градитеље” пословних аранжмана и пословних мрежа, *стабилност финансијског система и финансијског тржишта је највиши приоритет*. Уз то, сви они подржавају *јавну политику* која има за циљ, да уреди чврста правила, односно да се утемељи регулатива за принципијелно понашање учесника на финансијском тржишту. Те посебно правила за санкционисање, односно за искључивање из пословне мреже оних учесника који врше преваре на тржишту.

Дакле, *мотивациона основа* за учешће привредних друштава на финансијском тржишту, *концентрише се око циља да се стекне нова ак-*

тива, односно да се постојећа – актуелна актива или делови њене структуре, замене продуктивнијом (већи профит) и модернијом активом.

Иначе, *потенцијал за финансирање нове активе*, има обично два стратешка упоришта. Средства остварена пословањем (нераспоређена добит, амортизација) – самофинансирање, те средства „организована” на финансијском тржишту – екстерно финансирање. У основи, једнаку вредност има финансирање повећања краткорочне активе (сировине, залихе готових производа, кредити одобрени клијентима, холдинзи утрживих хартија од вредности), као и финансирање повећања дугорочне активе (изградња нових капацитета, нови пословни аранжмани, преузимање нових фирми).

III Развој тржишта хартија од вредности

Земље у развоју и земље у транзицији, а и Србија, још увек се налазе у сред економске кризе. Но, *криза пружа и прилике за реструктурирање и сектора финансија и сектора предузећа у циљу успостављања основа за стабилизацију привредног раста и развоја*. У том контексту, модерно организовање и формирање ефикасних концепција тржишта новца и капитала, може у значајној мери да допринесе остваривању тог циља.

Искуства других земаља показују, да је развој тржишта хартија од вредности, од *суштинског значаја за успешно реструктурирање сектора предузећа*. Истовремено, и за *диверзификацију и јачање финансијског сектора у целини*. Квалитет те пројекције не може умањити ни *могућа редукација доминације пословних банака*.

Носећи *аргументи за развој тржишта хартија од вредности*, потенцирају најмање три групе разлога.

Пре свега, то су *потребе да се диверзификује финансијски сектор*. Заправо, да се повећа број канала за мобилизацију и алокацију средстава. Једноставно, да понуди шири избор финансијских инструмената за потребе зајмопримаца и штедиша, тј. инструмената који се односе на ризик, принос, рочност и ликвидност.

Битан аргумент за земље у развоју, је и *актуелизација потреба да се обезбеди понуда финансирања ризичних пласмана и дугорочних дугова*. Односно, да се створе услови за већу флексибилност за креирање финансијских аранжмана ради задовољења конкретних потреба у привредном пословању. А то је од есенцијалног значаја за реструктурирање и јачање сектора предузећа у целини његове структуре.

Има и других, критично важних аспеката за *позитиван развој тржишта хартија од вредности*.

Управо, када је земља *напуштала систем обавезних државних и банкарских гаранција*, те посебно издавања гаранција за хартије од вредности, објективно се повећавао ризик за улагаче, односно за инвеститоре. При томе, највећи део контингентна хартија од вредности емитован је са мало, или са сасвим мало релевантних података о емитенту. То је производило и произвело несигурност за улагања.

Тим трагом, одговор се морао *тражити у јачању и повећању транспарентности, односно јасности и јавности тржишта хартија од вредности*. Једино тако инвеститори могу имати бољу позицију за процену својих улагања. Само *виши степен јасноће* на тржишту, може допринети ефикасности тржишта хартија од вредности, односно омогућити да се дође до одговарајуће цене за сваку корпоративну акцију у складу са њеним потенцијалним ризиком и приносом.

Већи степен јасноће се такође постиже и успостављањем *добрих стандарда за рачуноводство, ревизију и за обелодавање финансијских информација*. Финансијски извештаји привредних друштава и финансијских институција морају бити поштено ревидирани, односно јавност мора бити обавештена да су обелодањене информације тачне. Уз то, поуздане информације служе инвеститорима да донесу сопствени суд у вези са ризиком инвестирања, као и да обезбеде одређени минимум заштите.

IV Шта се све дешава на међународном финансијском тржишту?

За приступ привредних друштава тржишту хартија од вредности, *битне су и политике, и праксе, које преобликују и дограђују међународни и глобализовани финансијски систем*. Управо стога, *што тај систем непосредно утиче на функционални оквир финансијских тржишта уопште, односно детерминише и понашања свих учесника на финансијским тржиштима*. Заправо, огромне промене које су извршене, те и оне које су сада у току, захтевају континуирану пажњу над политикама финансијских институција на пространом и интернационализованим финансијским тржиштима широм света.

Брзе иновације финансијских производа, односно развој нових услуга и инструмената, реално јачају могућности, али доносе и нове ризике по стабилност тржишта хартија од вредности. Међународни узајам-

ни фондови, валутни и каматни свопови, секјуритизације кредита, други егзотични инструменти и нове услуге, те и пролиферацију услуга, и др., перманентно се нуде и кандидују скоро свим потенцијалним учесницима на финансијском тржишту.

Истовремено, у *порасту је интензивна конкуренција* међу провајдерима финансијских услуга. Банкарска и осигуравајућа акционарска друштва, дилери хартијама од вредности, инвестициони фондови, као и њихова ангажовања на мерџерима и аквизицијама у циљу стварања гигантских финансијских конгломерата, континуирано подижу температуру у функционисању финансијских тржишта уопште. Упоредо са тим, односно истовремено са таласом пропадања једног броја финансијских и других компанија, на тржиштима су евидентне и концепције реструктурирања у функцији *консолидације*.

Интензивна конкуренција у финансијским услугама, добрим делом је била подстакнута и тзв. *дерегулацијом*. Наиме, реч је о омекшавању – ублажавању или елиминисању државне регулативе. Тиме је практично, и на јасан начин, отворен процес *јачања приватног тржишта финансијских услуга*.

У тим условима, перманентно настају нове услуге и нови финансијски инструменти, као и нове врсте мултитржишних и технолошки софистицираних финансијских институција способних да савладавају ризике својствене савременим финансијским тржиштима. Тако се појављује и тзв. *конвергенција* међу финансијским фирмама и финансијским индустријама, односно и *хомогенизација понуде* финансијских услуга.

Иначе, финансијске институције упорно настоје да све више *шире тржиште за своје операције*, услуге и производе, односно да јачају своје маркентишке програме како би покриле све регије света. Овај процес, који се уобичајено назива *глобализацијом*, обележен је брзим увођењем *нових онлајн финансијских услуга*, те ширењем подручја ефективног маркетинга за старе и нове услуге.

Дакле, нова структурна концепција тржишта финансијских услуга, непосредно је условила да се велике корпорације, а посебно државе, клоне организовања кредитних линија код традиционалних финансијских посредника. У замену за тај модел прибављања потребне активе (средстава), *окрећу се емисијама, односно продаји дужничких и акцијских хартија од вредности директно инвеститорима на отвореном тржишту*.

Истовремено, и улога традиционалних финансијских посредника у прикупљању штедње и њеног усмеравања у инвестиције, озбиљно се мења. Актуелни су пулови кредита, тзв. секјуритизована актива, која омогућава корпоративним друштвима да пакују кредите, и да на тој подлози емитују нове хартије од вредности. На тај начин, генерише се депозитни потенцијал (и готовина), који је погодан за одобравање нових кредита за инвестиције.

Ипак, нека важна питања, кординацијом и енергијом националних и међународних институција, морају се враћати законитости, односно природном реду и формалном законском поретку. У томе су, и у томе ће посебну улогу имати континуирано доношене и прилагођаване Европских директива за обављање инвестиционих услуга у области хартија од вредности.

Најзад, у анализираном периоду, отворило се неколико глобалних и регионалних криза финансијских система. Најтежа је била она, коју је 2008. покренула криза хипотекарних заложница велике Њујоршке банке, односно и непоштени – лажни ревизорски налази у вези са том емисијом. Криза је скупо плаћена како у Америци (Банка је банкротирала, а држава је морала да плати огромна средстав), односно озбиљне штете су претрпела и сва друга финансијска тржишта у свету.

V Неки релевантни показатељи развоја и стања у Србији

Полазећи од циљева за озбиљну економску транзицију, средином деведесетих година прошлог столећа, СРЈ, односно Србија је имала *коректну Концепција развоја тржишта хартија од вредности*. Садржавала је *три носећа стуба*. Најпре, 1) да се *фискална, кредитна и политика каматних стопа* неће „мешати” у тржишне сигнале и у однос између ризика и приноса финансијских инструмената, затим, 2) да ће се успоставити *најбољи стандарди за рачуноводство, ревизију и исказивање података*, тј. стандарде који информације финансијске природе чине јасним, расположивим и ажурним, те 3) да *питање тзв. „друштвеног”, или боље јавног – државног власништва* буде решавано и решено у *стратегији афирмације и унапређења права и обавеза акцијског капитала*, односно *пуне заштите мањинских акционара*.

У том периоду, конституисане су кључне институције у функцији *фактора који утичу на активно присуство привредних друштава* на финансијском тржишту. Наиме, усвојен је нови Закон о независној централној банци (по угледу на Бундесбанку), конституисано је Тржиште

новца, донешени су транспарентни закони о хартијама од вредности и утемељена Комисија за хартије од вредности, усвојен је (после осамдесет година) модеран Закон о берзама, односно обновљена Београдска финансијска берза, донешен је напредни Закон о привредним друштвима, и друго. У том институционалном и системском окружењу, али и присуству сулудих санкција према нашој земљи, тржиште хартија од вредности је почело да се развија.

Међутим, током прве деценије текућег столећа, догодило се неколико тешких удараца економском и финансијском систему земље. То је, у основи, не само уздрмало економију земље, већ и драматично пореметило концепцију за модеран и позитиван развој тржишта хартија од вредности и финансијског тржишта у целини.

Посебно су била тешка и претешка, два удараца нанета природном развоју тржишта капитала и тржишта хартија од вредности.

Пре свега, дошло је до несрећне ликвидације српског развојног банкарског система. А он је неспорно био главни стуб земаљског инвестиционог тржишта капитала. И након више од петнаестак година, ове банке су „у стечају“!? А то најбоље доказује колико су у праву били „ликвидатори“, и колика је елементарна штета нанета Српској привреди. Наиме, стране банке, које су безмало, запоселе српске имовинске и финансијске ресурсе, односно и српско финансијско тржиште, нису много бринуле о развоју српске привреде. Ни једна од њих, током дугих петнаест и више пословних година, није организовала ни сама, ни у конзорцијуму, неко значајније финансирање и кредитирање било којег инвестиционог пројекта у Србији.

Поред тога, посебно је занимљиво и неприхватљиво као смер развоја банкарског система, да се ова доминирајућа група (страних) банака, развијала искључиво по моделу тзв. универзалних банака. Бавиле су се, углавном, прикупљањем штедње и одобравале изузетно и некоректно скупе потрошачке и стамбене кредите становништву. Наводно, разлози су свих ових протеклих деценија, били у веома „високом политичком ризику“ за пласмане у Србији!? Заправо, оно што је негативно, ниједна од њих није инвестициона банка, нити је било која од универзалних банака развила ефикасна и изузетно потребна одељења за послове финансирања инвестиција на средњорочној и дугорочној основи. То истовремено значи, да се нису бавиле, и не баве се, организовањем финансијских аранжмана са одређеним портфолиом (или емисијама) хартија од вредности у концепцијама за кредитирање развојних инвестиција.

Самим тим, очигледно је, *домаћем тржишту хартија од вредности недостајале су, и недостају, битни механизми за природни развој.* Једноставно, *нема инвестиционих банака, које, по природи свог пословања, треба да дају основну пословну енергију рационалном организовању инвестиционог тржишта хартија од вредности,* односно тржишта капитала. Односно, те с тим у непоередној вези, *опстаје у нас још једно озбиљно ограничење.* Наиме, *без инвестиционих банкарских услуга не може бити ни продуктивних концепција за реструктуирање сектора предузећа и привредних друштава уопште.*

Друго, у анализираном периоду је дошло до усвајања, допуњавања и мењања *више контроверзних концепција Закона о приватизацији.* И не само Закона, већ и подзаконских аката и других политички посредованих решења и прописа у вези са процесом приватизације.

Након више од две деценије, у искуству Србије, а и других земаља у транзицији, доминирају потпуна разочарања процесом приватизације. Због више недоследности, површности и економско-политичке неприципијелности, *ни један од структурних циљева реформе власништва није остварен.*

Пре свега, није било побољшања ефикасности пословања националне привреде, нити се смањила спољна задуженост земље (све државе бивше Југославије повећале су свој спољни дуг са око 20 милијарди долара 1989. на преко 200 милијарди 2015, док је друштвени производ у том истом периоду имао драматично урушавање, односно са 100, на у просеку по земљи на око 61%. Уз то, није враћен „одбегли домаћи капитал” из иностранства, те нису ни стварани услови за бољу расподелу националних ресурса и конституисање рационалне социјалне и одговарајуће класне структуре.

У ствари, *програми приватизације су најчешће биле концепције неконтролисаних, односно „политички посредованих” и контроверзних биланса имовине и средстава.* Такви биланси су затим, врло често *стварали конфузију у блоку јавне потрошње, односно у консидерацијама пореске и развојне политике и праксе.* Тиме се отварао широк простор за импровизације, и за сумњиве и „тајне” договоре са тзв. „стратешким партнерима”. Неразумљиво и посебно спорно у таквим концепцијама приватизације, била је у чињеници, да је врховни орган власти – Народна скупштина, била искључена из било какве улоге у контроли или надзору процеса приватизације.

Једноставно, оно што је битно за наше питање, *програми приватизације, нису следили циљеве које су већ крајем осамдесетих и деведесе-*

тих година прошлог века, инаугурисале Европске директиве о инвестиционим услугама у области хартија од вредности. Заправо, концепције приватизације су „заборавиле”, па и игнорисале потенцијале и циљеве развоја тржишта акција и заштите мањинских акционара.

VI Два поуздана закључка

Након ове кратке анализе о једном броју релевантних елемената који детерминишу и предодређују *могућности активитета и пословања привредних друштава* на тржишту хартија од вредности, могућа су најмање два реална закључка.

Прво, брз, а и највећим делом и интернационализован развој финансијских тржишта и тржишта хартија од вредности, створио је и ствара *потенцијално ризичне и опасне коктеле финансијских трговина, моћне контигенте лукавог новца, те и шпекулативних и агресивних инвеститора који нуде проблематичне и крајње ризичне финансијске аранжмане, инвестиционе шеме и гаранције.* Отуда и стална нестабилност, раскидање уговора, те честе – перманентне кризе и на националним и на глобализованим финансијским тржиштима. Самим тим, велике штете и озбиљни проблеми за здраво привредно пословање.

Домаће тржиште хартија од вредности је остало „на сувом”, и налази се у озбиљној кризи, практично у почетној фази развоја. Сиромашно је и „плитко”. Инвестиционог и развојног банкарства нема, Комисија за хартије од вредности се „не чује”, тржишта корпоративних акција, односно тржиште акционарског капитала као извора инвестиционог финансирања такође нема, изузетно мали обим инвестиционих улагања уз потпоре државних субвенција са „стратешким партнерима из иностранства” „решава” искључиво Влада... Осим тога, пракса у надзору и контроли финансијског тржишта у целини његове структуре, а посебно на сектору јасности и транспарентности у информисању, суочава се са великим искушењима.

Друго, актуелно стање обавезује, да Влада покрене нов и ефикасан програм за пробој из евидентне и очигледно прескупе кризе целине домаћег система инвестиционог финансирања. Заправо програм, који би се, у координацији с међународним надлежним институцијама и телима, озбиљно и доследно бавио реформисањем домаћег финансијског тржишта, а посебно тржишта хартија од вредности. И то пре свега, јачањем механизма тржишта акционарског капитала и других финансијско-имовинских аранжмана као извора инвестиционог финансирања.

Vuk OGNJANOVIĆ, PhD
Institute for Market Research, Belgrade

STATE OF THE SECURITIES MARKET – LIMITATIONS FOR RATIONAL OPERATION OF COMPANIES

Summary

The importance of financial markets, especially the securities market for internal and external stability of the economies of the countries in transition, is important and indisputable. Securities market, as well as our financial markets as a whole are not at the potential to create the preconditions for successful reform of the national economy, and rational business operations and the restructuring of public and former public companies in the modern organized and productive companies.

The reasons for the deep crisis of the securities market are numerous. The transition of Serbian economic system in the last fifteen years apparently had other and different priorities. Expected effects of privatization as a key concept for the transformation and modernization of securities market are completely absent. In addition, there was no real national strategy to adapt to constant changes, innovations, crises and turbulences on the financial market.

Current status obliges the State and the relevant regulatory institutions, in accordance with its responsibilities, start as soon as possible an effective program of activities and measures for overcoming the evident and apparently costly crisis of the domestic securities market and capital market. The national economy needs stable, modern and dispersed, financial market, with the best protection of all participants and investors on the market. Therefore, an internationally transparent and stable market of corporate stocks, bonds and other financial and property arrangements, through which it is possible to create the preconditions for financing sustainable economic growth and development, to boost exports, to consolidate public finances and external debt, and for the positive development of the earth democratic structures.

Key words: *financial market, securities market, privatization, limitation, capital market, the government, regulatory bodies, program for the crisis.*