

Др Драгољуб ЈАНКОВИЋ

## ИМПЛИКАЦИЈЕ ТРАНЗИЦИЈЕ НА ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА У ЦРНОЈ ГОРИ

### 1. УВОД

У овом раду анализирају се основне карактеристике тржишта акција у Црној Гори у посљедњих десетак година. Узимајући у обзир достигнути степен приватизације, већ се може говорити о постприватизационом периоду у којем ће значајну улогу имати тржиште капитала. У том контексту дају се поједине обсервације везане за тржиште капитала у земљама у транзицији, кретање обима трансакција црногорског тржишта капитала и пројекција динамике кретања промета на основу примјене статистичког модела.

Поставља се питање да ли је и колико потребно тржиште капитала у Црној Гори? У вези са овом питањем јавиле су се различите, понеке чак супротне дилеме. Једни<sup>1</sup> заступају став да тржиште капитала треба да сачека док се не створе бољи услови (макроекономска стабилност, оконча приватизација, постигне већа сигурност улага-

---

<sup>1</sup> J. E. Stiglitz (1995) сматра да је тржиште капитала ирационално и неефикасно у земљама у транзицији, јер се штедња ирационално лоцира и стога има негативан допринос расту друштвеног производа. Међутим, пракса у Чешкој је показала супротно када су напустили ову доктрину и пустили да се развије тржиште. Проблем који се јавио у овој земљи, међутим, био је тај што ово тржиште није било у довољној мјери регулисано у почетку а што је имало одређених негативних импликација. Наиме, у Чешкој је била у почетку присутна филозофија опште либерализације у свим областима након дугог периода централизације. Неопходна либерализација на почетку транзиције није била увијек праћена одговарајућим нивоом квалитетне законске и друге регулативе, што је узроковало низ негативности у периоду преласка на тржишни модел привређивања.

ња иностраног капитала и др.) за његов развој. Други, умјеренији заговорници развоја тржишта акција, сматрају да треба створити минимум неопходне институционалне основе и да тржиште треба пустити да се само развија. Трећи се залажу да се тржиште узвано и наглашено стимулише од стране државе како би се оно што прије развило на што вишем нивоу у обиму и структури, без обзира на степен развијености инфраструктуре са којом се почиње, а за коју се сматра да ће се развити временом са самим тржиштем.

Интеграцијом Европска унија је створила сопствени модел тржишта капитала (FESE – Federation des Bourses Europeennes). Европски заједнички модел тржишта капитала карактерише: (1) континуираност у давању налога за трговину, (2) аукције у вријеме отварања и затварања берзи са могућношћу одржавања интер-аукција, (3) хармонизован приступ свих инвеститора тржишту, (4) анонимност прије, за и после трговине, (5) хармонизација у функционисању континуиране трговине, (6) могућност скривених налога и блок трговине, (7) заједничка превенција од манипулација цијенама и (8) једнакост у приступу тржишту, независно одакле географски тржишни учесник долази.

Остављајући по страни различита мишљења у вези развоја тржишта капитала у Црној Гори, пракса показује да је питање развоја тржишта капитала у већини земаља у транзицији једно од централних питања, тј. угаони камен реформи у финансијском и шире у привредном смислу.

## 2. НЕКЕ ОБСЕРВАЦИЈЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА У ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ

Добро развијено тржиште капитала пружа многе користи јер генерално доприноси побољшању економске перформансе привреде на начин што перспективним компанијама омогућава да лакше повећају капитал по нижим трошковима. Растуће компаније, у оноликој мјери у којој се не морају ослањати на интерно финансирање, утолико су више у могућности да расту брже. Јер, компаније у земљама са развијеним тржиштем капитала су мање зависне од банкарског финансирања, чиме се умањује ризик од изостанка кредитне подршке. На тај начин тржиште акција, као дио тржишта капитала, омогућава веће ослањање на акцијски капитал (equity), а мање на обавезе (кредитне и др.), креирајући мање ризичну финансиј-

ску структуру компаније у кризним периодима кретања економије. Исто тако, тржиште акција може утицати на повећање ефикасности компанијских инвестиција и менаџмента проширењем квалитета управљања. Изнад свега, микс банака и фондова, и тржишта капитала, може врло позитивно утицати на бржи раст.

У 20 од 26 земаља у транзицији већ су основане берзе. У *једној* групи тих земаља у транзицији (Чешка и Словачка, Бугарска, Литванија, Македонија, Молдавија и Румунија) берзе су основане након трансфера власничких права приватизованих компанија на велики број инвеститора. Берзе су покренуте као одговор на резултат примјене модела масовне приватизације тако да су берзанске листе у почетку садржавале огромну количину акција релативно великог броја компанија. Међутим, многе од тих акција биле су неликвидне. Али временом се смањио број акционара тако да је власништво постало више концентрисано. У *другим*, пак, земљама (Хрватска, Естонија, Мађарска, Латвија, Пољска и Словенија) почело се са мањим бројем акција које су биле понуђене на берзама на традиционални начин – јавном понудом (public offerings). Многе котиране акције су имале прилично добру ликвидност. *Трећа група* земаља које су покренуле берзе (Арменија, Азербејџан, Казахстан, Киргизија, Русија, Украјина и Узбекистан) карактерише комбинација оба претходно наведена приступа. Ове земље су имале програме масовне ваучерске приватизације, али се иницијална замјена ваучера за акције догодила ван берзи.

По питању обавезности истицања компанија на берзанском листингу уочавају се такође три групе земаља. У *првој групи* земаља (Бугарска, Чешка, Литванија, Македонија, Молдавија, Румунија и Словачка) листинг компанија на берзи је био обавезан након масовне приватизације, док у *другој групи* земаља (Арменија, Азербејџан, Киргизија, Казахстан, Пољска, Русија, Узбекистан и Украјина) листинг је био обавезан за мањинске пакете акција за вријеме трајања приватизације. Необавезна иницијална јавна понуда акција (public offerings) на берзама била је присутна у Хрватској, Естонији, Латвији, Мађарској, Пољској и Словенији). У *трећој групи* земаља (Казахстан, Киргизија) берзе су се развиле паралелно са реализацијом приватизационих програма. За вријеме приватизације изградило се тржиште акција кроз јавну понуду акција компанија чији су већински пакети продати стратегијским инвеститорима. Након тога владе су пустиле на берзе мали проценат акција са берзанских листинга на

тржишту креирајући на тај начин ширу власничку структуру. Шест земаља ван наведених група (Албанија, Бјелорусија, Босна и Херцеговина, Џорџија, Таџикистан и Туркместан) још увијек нијесу успоставили своје берзе, или су то недавно урадиле.

Готово на свим тржиштима капитала у земљама у транзицији сегмент тржишта акција доминира, посматрано по обиму промета и броју учесника.

Пракса показује да земље које су успоставиле бољу основу, дакле стабилну макроекономију, квалитетне и спроводиве законе, нова рачуноводствена правила и отвореност, имају веће тржиште акција посматрано преко релативног показатеља, *учешћа тржишне капитализације у ГДП*. Тако је на примјер овај показатељ за: Чешку, Естонију и Мађарској упоредив са земљама које нијесу у транзицији али имају тржишта у настајању (Турска, Кореја, Бразил, Египат, Мексико, Њемачка и др.). Рацио ових земаља у транзицији креће се између 20% и 40%, док је просјек код других тржишта у настајању близу 60%, а у развијеним земљама знатно виши, нпр. у САД-у око 150%, Великој Британији преко 160% и тд.

Тржишна перформанса неких тржишта капитала у настајању (emerging capital markets) може се посматрати преко неколико параметара. Један од њих је *учешће тржишне капитализације у друштвеном производу земље (ГДП)*. Тржишне перформансе једног броја тржишта капитала у настајању указују на велики значај које тржиште капитала заузима у економијама тих земаља. Тако, на примјер, у земљама: Кипар (67,28%), Ирска (52,71%), Малта (38,06%), Естонија (28,07%), Русија (24,92%), Мађарска (19,70%), Словенија (18,40%), Хрватска (15,78%), Пољска (14,98%) и др., проценат тржишне капитализације у односу на ГДП био је већи него у Бугарској (0,65%), Словачкој (2,65%) и др.<sup>2</sup> Други показатељ, *тржишни промет*, утврђен као вриједност промета преко тржишне докапитализације, врло је важан индикатор за мјерење утицаја тржишта акција на раст. Од земаља у транзицији, овај показатељ у Мађарској износи 93%, Чешкој 81% и Пољској 69%, док је код осталих знатно нижи, тако да у појединим достиже само 5%. У цјелини гледано, тржишта у земљама у транзицији су мање ликвидна у поређењу са осталим земљама које такође имају тржиште акција у настајању, а исто тако и са развијеним земљама. Тако, на примјер, од европских развијених

<sup>2</sup> Подаци FIBV Annual Report and Statistics, 2002, World Bank

земља највећи показатељ тржишног промета има Њемача, 167%, а најмањи Португалија, 127%. Просјек тржишног промета у земљама у транзицији креће се око 30%, а у 10 развијених земаља око 121%.

Тржиште акција у земљама у транзицији карактерише релативно мали број компанија на берзанским листинзима чијим се акцијама редовно тргује. Укупан обрт 5% компанија са берзанског листинга које имају највећи промет чини 75% укупног тржишног промета акција на берзи. На Лондонској берзи (London Stock Exchange) 5% компанија (тј. 112 компанија од 2.274 са берзанског листинга) чије се акције највише прометује чине 85% укупног тржишног промета. Акције најуспјешнијих компанија из земаља у транзицији котирају се на неколико највећих свјетских берзи. Према подацима који се односе на крај 1999. год., акције 72 компаније из земаља у транзицији су се налазиле на листингу Њујоршке берзе (New York Stock Exchange) или ван берзи Насдак (Nasdaq), а акције 61 компаније биле су котиране на Лондонској берзи (London Stock Exchange). Иначе ове компаније чине око једну трећину домаће тржишне капитализације (Естонија, Мађарска и Латвија).

Црна Гора има релативно малу тржишну капитализацију јер се експанизија и развој тржишта капитала тек очекује у наредним годинама. У Црној Гори, након реализације Програма масовне ваучерске приватизације, регистрован је код ЦДА велики број грађана-акционара (402.740), што представља 88,4% пунољетних становника или око 63% укупне популације. У Америци, која се сматра земљом са великим бројем ситних акционара и великом активношћу акционара на тржишту капитала, има преко 50 милиона акционара или око 19% од преко 268 милиона укупног броја становника.

У погледу ризика који прати улагања инвеститора у земље са тржиштима капитала у настајању, Ирска је најбоље рангирана по ризику земље (Country risk)<sup>3</sup> (21), затим слиједе Кипар (27), Малта (32), Словенија (33) и тд. Ипак, висока рангираност по ризику земље не гарантује и високо мјесто по показатељу развијености тржишта капитала. Очигледно, осим овог фактора ризика дјелују и други фактори који имају релативно велики утицај на величину тржишне капитализације. Ипак, од укупно 120 котираних компанија, index ризика земље за Југославију је врло висок јер се налази при самом крају, тј. 175. мјесту.

---

<sup>3</sup> Euromoney's country risk rankings (March, 2002)

Број компанија на листи у многоме зависи од величине земље. Тако на пр. Русија има највећи број излистаних компанија на берзи, слиједи Пољска, Словенија и др., док мање земље, попут Исланда, Кипра, Малте и др., имају реалитивно врло мали број котираних компанија.

У наредној табели даје се преглед једног броја земаља у транзицији и земаља које имају тржиште у настајању према: величини тржишне докапитализације, релативном учешћу тржишне докапитализације у ГДП, броју компанија које су на листингу берзи и величини ризика државе (country risk).

Тржишна капитализација, број компанија на берзанским листинзима и ризика државе

ДРЖАВА	ТРЖИШНА КАПИТАЛИЗАЦИЈА ДОМАЋИХ КОМПАНИЈА (КРАЈ 2001, МИЛИОНА USD)	ТРЖИШНА КАПИТАЛИЗАЦИЈА КАО % OD GDP (GROSS DOMESTIC PRODUCT)	БРОЈ КОМПАНИЈА НА ЛИСТИ	РИЗИК ДРЖАВЕ (COUNTRY RISK) ИЗ МАРТА 2002. ГОД.
Русија	77.000	24,92%	235	98
Чешка	8.150	15,8%	47	37
Мађарска	10.313	19,70%	56	36
Пољска	26.155	14,98%	230	41
Словачка	544	2,65%	9	46
Словенија	3.461	18,40%	151	33
Хрватска	3.128	15,78%	63	58
Естонија	1.483	28,07%	17	45
Латвија	697	9,23%	63	52
Литванија	1.196	10,11%	45	62
Бугарска	82	0,65%	27	74
Румунија	1.103	2,78%	60	79
Малта	1.357	38,06%	12	32
Кипар	5.852	67,28%	120	27
Исланд	3.975	52,71%	63	21
Македонија	13	13,01%	94	136

Извор: FIBV Annual Report and Statistics, 2002

Подаци из табеле указују на велики напредак код земаља у транзицији с обзиром на то да су отпочеле са развојем тржишта капита-

ла тек посљедњих десетак година. Овој групи земаља предстоји да се бори за дио свјетског глобалног финансијског тржишта, јер оне још увијек немају било какву међународно значајнију улогу. Многе од њих имају још доста да ураде да би добиле национално добро организовано тржиште хартија од вриједности, као што је на примјер окончање приватизације, постизање макростабилизације, повећање ГДП, демократизација друштва и др. Глобализација није могућа прије него се национална тржишта формирају и добро организују. Зато је најчешћи редосљед приоритета национални, регионални па међународни развој, а то је за многе од њих објективно дуг пут.

### 3. ПОТРЕБА ЗА РАЗВИЈЕНИМ ТРЖИШТЕМ КАПИТАЛА

Тржиште капитала у Црној Гори није новијег датума, јер је постојало знатно прије почетка транзиције црногорског друштва. Међутим, тржиште капитала данас егзистира у другачијим условима него што је то било раније. Црна Гора већ дужи низ година уводи тржишни модел привређивања. Досадашњом приватизацијом у Црној Гори, посебно након завршетка Програма масовне ваучерске приватизације, створен је огромни тржишни материјал који се налази у посједу великог броја грађана. На тај начин приватизовани капитал се сада налази у власништву великог броја мањинских власника и тај капитал, укупно посматрано, представља значајан тржишни потенцијал. Многи од њих нијесу заинтересовани да буду власници и желе да продају своје акције. С друге стране јављају се власници који имају интереса да још више укрупне своје власништво, а најбољи пут за остваривање такве намјере јесте преко тржишта акција.

Потребу за што развијенијим тржиштем капитала има она држава која у емитовању обвезница види један од путева повећања ликвидности буџета. Тржиште капитала чини велику инфраструктурну подршку у рјешавању питања јавног дуга, који често значајно оптерећује јавне финансије. Из наведеног се види да и Црна Гора има интерес за развој свог тржишта капитала у новим тржишним условима у циљу премошћавања периода неликвидности у привреди.

Компаније које постижу добре пословне резултате често имају потребу да повећају свој капитал у циљу инвестирања у нове раз-

војне пројекте којима би могли додатно повећати профитабилност. Један од најефикаснијих медија за рентабилно улагање слободних средстава представља управо тржиште капитала јер оно емитује сигнале који указују на перспективне фирме које доносе профите. Ови сигнали имају динамичку компоненту јер се јављају док траје тржиште. Технички посматрано, инвестиције се преко тржишта капитала могу врло ефикасно усмјеравати од инвеститора према компанијама преко купопродаје акција из примарне емисије, емитованих компанијских обвезница и др.

Такође, јавља се потреба и за развојем тржишта новца. Добра основа за развој тржишта новца је када постоје за то повољни услови тј. када су монетарне прилике стабилне.

Све је више изражена потреба за покретањем новог инвестиционог циклуса дијелом везаног за привлачење иностраног капитала, портфолиа и директних инвестиција. А инострани улагачи желе тржишни оквир и што развијеније тржиште капитала преко којег би улагали ако нађу за то интерес. Само тржиште може да пружа неопходне тржишне информације за инвеститоре и пословне партнере и зато је оно незамјењиво.

Већи степен привредног развоја једне земље захтијева и већи ниво развијености финансијског тржишта. Сваки развој финансијског тржишта, колико год то представља тежак и сложен изазов, захтијева све дубље и шире тржиште капитала надовезујући се на потребу даљег развоја интегришући тако различите сегменте тржишта и тржишног материјала (финансијске инструменте-деривативе и др., тржиште новца, банкарски сектор и др.). Финансијске институције и организације (банке, осигуравајућа друштва, инвестициони фондови и др.), у том контексту, имају посебан значај.

Наведене, као и многе друге потребе, указују на константну присутност захтјева за отвореном тржишном економијом ради укључивања у глобалне процесе и све већи развој тржишта хартија од врљедности.

Разна истраживања указују да институционални и други инвеститори преферирају земље са развијеним тржиштем капитала и земље које имају добру основу и услове за пословање. Иностраног улагача интересују питања која се могу категоризовати у двије скупине: макро и микро ниво. *На макро нивоу* то су питања у вези са актуелним законодавством, посебно у области приватизације, а у оквиру тога регулација: промета некретнинама, земљишних књи-



га, урбанистичког планирања и др. У области пореза то су питања свих пореских оптерећења која се могу односити на инвеститора, транспарентност, упоредивост са другим земљама-конкурентима за улагање и др. У дијелу радног законодавства посебни предмет интересовања представља могућност привременог запошљавања, пореске олакшице за отварање нових радних мјеста, колективни уговори, социјално партнерство и др. Исто тако, присутна је заинтересованост у вези са примјеном рачуноводствених стандарда, могућност трансфера добити у друге земље и др. Од инфраструктуре питања су везана за врсту, обим и ниво квалитета класичне инфраструктуре телекомуникације и других комуникација, енергије, воде, комуналија и др., а од друштвене инфраструктуре: здравство, школство, медији, култура, услови становања и др. Од модерне инфраструктуре у фокусу пажње су институције тржишта капитала (банке, берзе, берзански посредници, могућност ангажмана способних кадрова, рачуноводствени сервиси, адвокати, ревизори, компјутерске и друге опреме, и др.). Рејтинг земље посебно је битан, отуда заинтересованост за тзв. бонитетни index (Euromoney, Institutional investor и др.). Такође су битни факти који су у вези са економском ситуацијом у земљи, политичком стабилношћу, стањем људских права и животном средином.

Од информација на *микро нивоу* важне су слједеће информације: правни положај фирме (власништво, улога запослених у власништву, организованост у синдикату, спремност за прихватање промјена и др.), начин управљања фирмом (corporate governance), ресурси фирме (знање и искуство запослених, лојалност руководству и фирми, вишак запослених и др.), капитал (степен амортизованости средстава, њихово стање и технолошки ниво; евентуални вишкови некретнина или опреме; локација, структура финансирања обрних средстава, контрола трошкова друштва и др.), квалитет бизнис плана фирме, протекли резултати фирме, мјесто фирме у окружењу, рејтинг и бонитет фирме и др.

Многе информације могу се добити на тржишту акција и у осталим сегментима тржишта капитала, затим од брокера, извјештаја Комисије за хартије од вриједности, Привредног суда и др. Тржиште капитала је незамјењив извор тржишних пословних информација за иностране партнере.

Више истраживања потврђују да постоје бројне значајне разлике између финансијских система земаља, зависно од правне заштите

спољашњих инвеститора од експроприације (лишавања својине). Боља законска заштита спољашњих акционара повезује се са:<sup>4</sup>

- већом вриједношћу тржишта акција,
- већим бројем компанија на берзанским листинзима,
- ширином берзанског листинга компанија по основу њиховог обима обрта или средстава,
- већим вредновањем листираних компанија у односу на њихова средства, исплатом дивиденде и
- мањом концентрацијом власништва и контроле, и нижом приватном коришћу од контроле, те већом корелацијом између инвестиционог опортунитета и стварних инвестиција.

Очигледан је позитиван утицај спољашњих власника компанија (приватизација) који се може уочити на тржишту акција.

#### 4. ПРОПИСИ И ИНСТИТУЦИЈЕ

Прописи који регулишу питања везана директно или индиректно за тржиште капитала су многобројни а ми наводимо оне значајније: Закон о хартијама од вриједности, Закон о привредним друштвима, Закон о приватизацији, Закон о централној банци Црне Горе, Закон о банкама, Закон о страним улагањима, Закон о залози, Уредба о раду приватизационих фондова и др. Прописи су донесени на републичком нивоу, а многи пратећи прописи од стране Владе и појединих институција, као на примјер од Комисије за хартије од вриједности, ЦДА, берзи, Привредног суда и др.

Регулативом су уређена питања емитовања хартија од вриједности и операције са њима, као на примјер трговина, залог и др. Прописима су утемељени основи тржишта капитала, тј. институција које функционишу у склопу тржишта, те регулисан рад тржишних посредника (брокера и др.), приватизационих фондова и др. Затим, уређен је систем званичног вођења евиденције хартија од вриједности. Из наведеног може се констатовати, када је у питању ширина обухвата, да се ради о развијеној правној инфраструктури за подршку тржишту капитала у Црној Гори.

---

<sup>4</sup> La Porta et al. 1997. & 2000. Kumar, Rajan and Zingles 1999, Claessens et al. 1999, La Porta et al. 1999, European Corporate Governance Network 1997, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, Claessens et al. 2000, Zingales, 1994, Nenova 1999, Zingales, 1994, Nenova 1999 and Wurgler 2000.

Црна Гора је успоставила неопходне институције тржишта капитала примјереног текућем транзиционом периоду ка тржишној економији. Институционални оквир на новим основама тржишне економије чине: двије берзе, Централна депозитарна агенција (ЦДА), Комисија за хартије од вриједности и Регистар Привредног суда и др. Успостављена је мрежа брокера као овлашћених правних лица за рад на берзама (чланови берзи). Исто тако, по први пут код нас су формиран приватизациони фондови који треба да у наредној фази прерасту у заједничке инвестиционе фондове – специфичне финансијске организације у тржишној економији.

У Црној Гори је прихваћен модел система електронске трговине хартијама од вриједности (акције и др.), који сада користи NEX берза. Овај систем подржава трговину свим стандардним хартијама од вриједности и то: акцијама, инструментима са сталним приносом, инструментима новчаног тржишта и опцијским уговорима. Систем омогућава примјену различитих метода трговине хартијама од вриједности попут: непрекидне трговине, аукцијске трговине и аукције примарне емисије.

ЦДА је оспособљен за вођење сигурне и прецизне евиденције хартија од вриједности које се у дематеријализованом облику воде у компјутерском систему ове институције. Осим евидентирања, Комисија за хартије од вриједности је овластила ЦДА да извршава послове клиринга и салдирања. ЦДА је већ афирмисана као организација са високим стручним потенцијалом која сервисира у потпуности активности везане за: (и) регистровање и чување дематеријализованих хартија од вриједности, (2) вођење рачуна емитената, односно власника хартија од вриједности и издавање потврде о стању и промјенама на тим рачунима, (3) пренос, депоновање, салдирање и клиринг по закљученим пословима у промету хартија од вриједности, (4) корпоративне активности емитената везане за дистрибуцију различитих власничких права, (5) обављање услуга издавања ISIN (International Securities Identification Numbers – међународни идентификациони бројеви хартија од вриједности) и (6) све мјере и послове који се покажу корисним или нужним за остваривање и унапређење друштва. У систему ЦДА до сада је у електронској форми регистровано 338 акционарских друштава и 402.740 акционара.

Комисија за хартије од вриједности, у својству правног лица, има задатак да уређује и врши надзор над издавањем хартија од вријед-

ности и њихове трговине на организованом тржишту акција. Циљ дјеловања Комисије за хартије од вриједности је да заштити инвеститоре и одржи тржиште капитала да буде фер, поштено и ефикасно. Комисија за хартије од вриједности донијела је сет правила која се односе на: издавање дозвола за рад ЦДА, начин уписа и вођења Регистра емитената хартија од вриједности, садржину проспекта за јавну понуду емисија хартија од вриједности, евидентирање емисија хартија од вриједности, издавање дозволе за рад берзи, издавање дозвола за рад овлашћеним учесницима на тржишту хартија од вриједности, контролу пословања са хартијама од вриједности, начину вођења послова овлашћених учесника на тржишту хартија од вриједности.

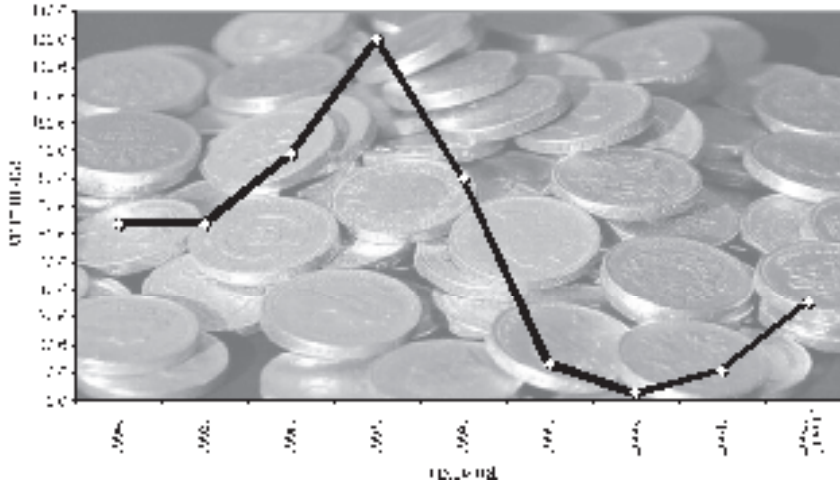
За потребе берзанске трговине успостављени су принципи чија примјена треба да омогући ефикасну и коректну трговину тржишним материјалом. У том смислу прописан је дјелокруг рада и одговорност Комисије за хартије од вриједности као главног регулативног тијела тржишта капитала. Успостављен је и принцип саморегулативе јер је законом прописано да одређена питања рјешавају саморегулаторне организације. Принципом проводљивости регулативе хартија од вриједности обезбјеђује се да Комисија за хартије од вриједности проводи следеће: овлашћења у вршењу контроле и надзора, дефинисање поља њених свеобухватних сагледавања стања на финансијском тржишту, као и обавезу преузимања мјера у случају непоштовања стандарда у области хартија од вриједности. Посебно је важан принцип информисања у дијелу тржишта капитала и тржишног материјала. Јер, убудуће, биће важно поштовање дефинисаних захтјева емитентима хартија од вриједности у погледу објављивања финансијских резултата пословања и других података из пословања емитента који су од важности за одлуке инвеститора. Исто тако, придржавање међународних стандарда ревизије и рачуноводства обавезно је за сва друштва, било да су им акције котиране на берзи или не. Изузетно је значајна потреба регулације рада инвестиционих фондова базираних на колективној шеми инвестирања, нарочито у дијелу менаџмента који треба да управља тим фондовима, утврђивање правила о правној форми и структури колективног инвестирања, прописивање обавеза јавног објављивања података за оцјену подобности колективне шеме и др. Начин израчунавања вриједности активе и хартија од вриједности које су емитоване у поступку прикупљања слободних новчаних сред-

става приликом формирања колективних шема неопходно је прописати како би се увијек могла израчунати нето вриједност имовине инвестиционог фонда, посебно када се уложена средства враћају инвеститорима. Принципи на којима треба да се базира пословање брокерско-дилерских друштава установљени су у дијелу: висине капитала, заштите клијената, управљања ризиком и одговорности учесника на финансијском тржишту. Одговорност ових учесника на тржишту капитала подразумијева накнаду штете и покриће губитка инвеститора у случају лошег и непрофесионалног обављања послова од стране овлашћених учесника – специјалиста за послове посредовања на финансијском тржишту. Досадашњи период функционисања берзанске трговине на новим основама показује да је до пуног израза дошао принцип код система секундарне трговине који је базиран на прописима, а то је објективна и фер трговина (транспарентност трговине, елиминисање злоупотреба и манипулативне праксе, адекватна заштита од ризика у посредовању на тржишту и др). На крају, систем клиринга и салдирања у досадашњем периоду показо се беспрекорним, што даје потпуну сигурност купцу и продавцу да реализују своје намјере када дође до сусрета понуде и тражње.

## 5. ПРОМЕТ НА ТРЖИШТУ КАПИТАЛА

Трговина хартијама од вриједности до 2001. год. одвијала се преко једне берзе – Монтенегроберзе. Промет се претежно односио (око 95%) на краткорочне хартије од вриједности. Преокрет настаје у 2001. год. када се значајно мијења структура прометованих хартија од вриједности коју сада око 90% чине дугорочне хартије од вриједности, тј. акције. У марту мјесецу 2002. год. почиње са радом нова, друга по реду берза – Next берза. У првих 8 мјесеци 2002. год. обим промета на берзама је достигао 9,86 милиона €, односно укупно 35,23 милиона € ако се узме у обзир промет приватизационих фондова, који су међусобно размијенили акције у вриједности од 25,37 милиона €. И у овој другој години узастопно гро трансакција се односио на дугорочне хартије од вриједности – акције. Карактеристично је да физичка лица све више узимају учешће у трговини акцијама. Наредни графикон приказује кретање промета хартија од вриједности на тржишту акција од 1994. год.

Графикон 1. Берзански промет



У посматраном периоду од девет година највећи промет биљежи се у 1997. год., а претходна и наредна су сљедеће двије године по успјешности. Оштар пад и врло низак ниво биљежи се у 1999. год. због познатих околности које су биле присутне у првој половини те године када су привредне активности биле заустављене (НАТО интервенција). Још нижи ниво промета на тржишту капитала у сљедећој години, која је и најнеповољнија у посматраном периоду, објашњава се као посљедица догађаја који су се десили у претходној години. Након 2000. год. долази до преокрета који карактерише опоравак у виду пораста промета. Овај позитивни тренд се наставља током 2002. год. Од марта мјесеца 2002. год., тј. након окончања реализације Програма масовне ваучерске приватизације, дошло је до огромног повећања потенцијалног тржишног материјала. Тај тржишни материјал за сада није значајније активиран на тржишту. Моделом масовне ваучерске приватизације приватизовано је преко 1 милијарде € од стране око 400.000 грађана – нових акционара.

Количина хартија од вриједности се увећава из године у годину, посебно када се има у виду њихова потенцијална прометљивост на тржишту акција. Тако, на примјер, Комисија за хартије од вриједности је у релативно кратком временском периоду од свог формирања одобрила 22 емисије укупне вриједности од око 20 милиона €.

Када се посматра карактер дневних, недјељних и мјесечних промета уочавају се карактеристике које су присутне готово у свим земљама у транзицији, у мање или јаче израженој форми. Наиме, тр-

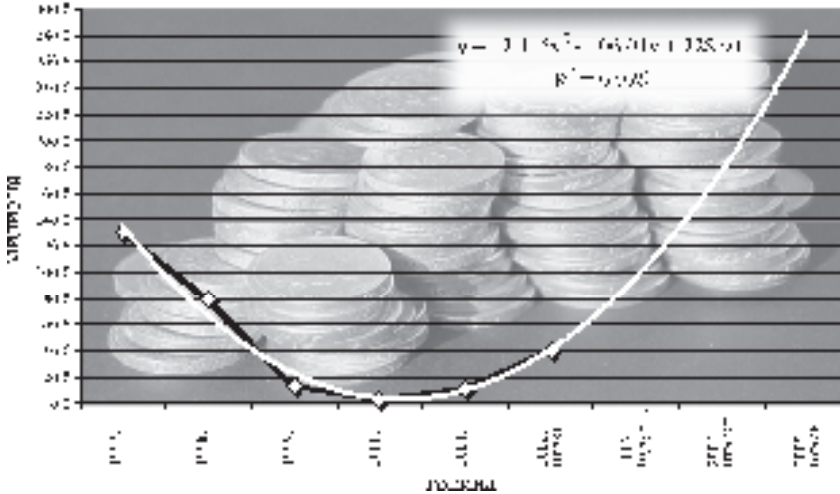
жиште је сиромашно у броју и врсти хартија од вриједности, јер пре-тежно доминирају акције мањег броја друштава и знатно мање банака. Недовољно има, или уопште нема, обвезница (компанијских), државних и компанијских, као и краткорочних хартија од вриједности. Дакле, обим и квалитет тржишног материјала је релативно мали, што се у многоме објашњава врло младим тржиштем акција, које функционише тек нешто више од пола године. Тржиште акција у дијелу секундарне трговине карактерише велика промјењивост тржишних цијена, хронично знатно већа понуда у односу на тражњу. Ликвидност је релативно ниска јер нема довољно домаћег капитала за већи обим промета. Економски услови су још увијек нестабилни, а макроекономске перформансе ниске и нестабилне. Рачуноводствени и ревизорски стандарди се тек уходавају у примјени. Ту су и други проблеми попут: слабе привредне перформансе већине привредних друштава, значајно присуство сиве економије, појава корупције, неповјерење у финансијски систем, врло ниска интегрисаност у међународно финансијско тржиште и др.

## 6. ПЕРСПЕКТИВА И ПРОЈЕКЦИЈА

Кад се говори о перспективи тржишта капитала у Црној Гори мора се поћи од двије групе фактора који имају најјачи утицај на обим трансакција на тржишту капитала. Прву групу чине политички фактори који утичу на политичку стабилност, а другу групу економски фактори. Уколико би се политичке и друге ванекономске прилике у земљи и региону кретале у правцу даље стабилизације у наредном периоду то би значајно оборило стопу тзв. *country risk*, која је сада врло висока и одбија на тај начин многе инвеститоре да улажу капитал. Исто тако, уколико би се наставило са реформама уз већ створене услове у домену економских фактора, позитивно би се дјеловало на даљи развој тржишта акција у новим реформским условима.

За пројекцију обима трансакција тржишта акција коришћена је статистичка метода тј. полиномијална (квадратна) функција ( $y = 12,415 x^2 - 106,01 x + 228,94$ ) са високим коефицијентом  $R (0,97)$ . У том смислу прогностичка функција добро покрива остварени распоред и даје прогнозу пораста обима трговине хартија од вриједности на 100, 180 и 280 милиона € респективно за наредне три године.

Графикон 2. Пројекција промета на тржишту капитала



Опоравак тржишта капитала, према прогнози базираној на статистичкој пројекцији под дејством економских фактора, очекује се да буде врло динамичан, тако да у наредне двије године може да достигне претходни деветогодишњи највиши ниво, а слjedeће двије године да га значајно надмаши.

## 7. ЗАКЉУЧЦИ

Пракса развијених тржишно оријентисаних економија и земаља у транзицији недвосмислено указује на значај постизања што веће развијености тржишта капитала. Тржиште капитала, односно његов сегмент, тржиште акција, представља добар медиј провођења појединих модела приватизације (продаја мањих и већих пакета акција) који омогућава захтијевану транспарентност. Развијеност тржишта капитала зависи од макро стабилности земље, величине земље, степена привредне развијености и др. Високо постигнута приватизација представља добру основу за бржи развој тржишта капитала у земљама у транзицији. Потреба за тржиштем капитала неизбежно се јавља прије или касније у земљама у транзицији јер се брзо уочава да тржишна економија не може ефикасно да функционише без овог сегмента укупног тржишта.

У Црној Гори створене су добре претпоставке за развој тржишта акција успостављањем потребне законске инфраструктуре и инсти-



туције тржишта капитала, приватизацијом значајног дијела капитала привредних друштава и увођењем акционарских односа. Тако је регистровано код ЦДА преко 400.000 грађана акционара или преко 60% укупног становништва. Очекује се да ће са завршетком пререгистрације у Регистру Привредног суда број акционарских друштава у Црној Гори достићи 400, а других облика организовања (друштва са ограниченом одговорношћу, предузетника и др.) преко 10.000.

Може се рећи да је успостављена архитектура тржишта акција у Црној Гори веома добра и да представља повољну основу за даљи развој тржишта акција. Акције су дематеријализоване тј, оне су издате, евидентирание и тргује се њима у електронској форми. Ово је врло савремен начин егзистенције ових, као и других, хартија од вриједности који омогућава високи степен сигурности.

Уочава се растући тренд промета тржишног промета и постепени раст тржишне капитализације. Пројекција за наредних неколико година даје могући обим трансакција на тржишту капитала у вриједности од преко 250 милиона €.

Перспектива развоја тржишта капитала у Црној Гори је велика тако да се очекује наставак позитивног тренда из прошле и ове године. Без сумње, развој тржишта капитала одвијаће се динамиком која ће кореспондирати са брзином завршетка приватизације, те даљим развојем привреде, повећањем дотока иностраних инвестиција, стабилизацијом макро економских параметара економије и др.

Интенција, у складу са интегративним тежњама Црне Горе према Европи, је да се развој тржишта капитала у Црној Гори приближи стандардима Модела заједничког европског тржишта ради лакшег повезивања. Прије тога даје се приоритет повезивању са тржиштима у непосредном окружењу. Успостављањем тржишних институција капитала у Црној Гори, који у оваквом облику никада раније није егзистирао, направљен је врло крупан квалитативни корак у тржишним реформама, чиме се Црна Гора сврстала у ред водећих земаља у транзицији у погледу савремености развоја тржишта капитала.

ЛИТЕРАТУРА

Bankim Chadha, Emerging Market Financing, Quarterly Report on Developments and Prospects, Second Quarter 2000, August 8, Volume I, number 1, International Monetary Fund.

Драшко Веселиновић, Emerging Capital Markets Development, with a Focus on Slovenia, Финансијска тржишта – корпоративна управљање и концентрација власништва, X Милочерско савјетовање, Милочер, Савез економста Србије и Савез економиста Црне Горе, 2002.

Драгољуб Јанковић, Тржиште акција и реструктурирање привреде, Агенција Црне Горе за реструктурирање привреде и страна улагања, Подгорица, 1998.

Драгољуб Јанковић, Анђелко С. Лојпур и Момир Драгашевић, Разумијевање приватизације – Коментар закона о приватизацији, Службени лист Републике Црне Горе, Подгорица, 1999.

Emerging Markets Committee, Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulance in Emerging Markets, Interim Report, The International Organizations of Securities Commissions, September 1998.

Казимир Ж. Прегл, Капиталско реструктурирање предузећа и/или банке на основу страног улагања, Финансијски тржишта – корпоративна управљање и концентрација власништва, X Милочерско савјетовање, Милочер, Савез економста Србије и Савез економиста Црне Горе, 2002.

Marko Simonetti, Issues in Regulating PostPrivatization Securities Markets in Transitional Economies, Economic Development Institute of the World Bank, 1997.

Stephen H. Axilrod, Transformations to Open Market Operations – Developing Economies and Emerging Markets, Economic Issues 5, International Monetary Fund, 1996

Stiv Pejovich, The Economics of Property Rights, KAP, Horwell, USA, 1990.

Stijn Claessens, Simeon Djankov, and Daniela Klingebiel, Stock Markets in Transition Economies, Financial Sector Discussion Paper No. 5, The World Bank, September 2000.

Вацлав Клаус, Чешки пут, Београд, 1998.

Веселин Вукотић, Концепт црногорских економских реформи, Институт за стратешке студије и прогнозе, Подгорица, 1999.

Веселин Вукотић, Економске реформе – мање видљива страна, Финансијски тржишта – корпоративна управљање и концентрација власништва, X Милочерско савјетовање, Милочер, Савез економста Србије и Савез економиста Црне Горе, 2002.

Зоран Ђикановић, Тржиште капитала у Црној Гори, Финансијски тржишта – корпоративна управљање и концентрација власништва, X Милочерско савјетовање, Милочер, Савез економиста Србије и Савез економиста Црне Горе, 2002.

World Bank, Private Capital Flows to Developing Countries, World Bank Policy Research Report, 1997.

Подаци: ЦДА, Комисија за хартије од вриједности, Агенција Црне Горе за реструктурирање и страна улагања.

Dr Dragoljub JANKOVIĆ

IMPLICATIONS OF TRANSITION ON CAPITAL  
MARKET IN MONTENEGRO

*Summary*

In this article the basic characteristics of the Montenegrin market share in the last ten years are explored. Taking into account the achieved level of the privatization process in Montenegro, we already may talk about the postprivatization period in which the market share could play a very important role. In that course the main characteristics related to markets share in transition countries are observed. After that, it is analyzed the volume of the Montenegrin financial market including market share, too. Furthermore, the projection of the dynamic of the turn over of the market share is done. For that purpose a statistical polynomial function is applied and, based on that, special model was developed which mathematical expression is:  $y = 12,415x^2 - 106,01x + 228,94$ ).

In regard to the question of whether or not and if yes which kind of market share is required in Montenegro? There are three different approaches to the answer of this question. One is that the development of market share should wait unless the general stable conditions (such as macro economic stability, finished privatization process, more secure conditions for foreign investors) would not be met. The second approach is that the minimum of the conditions should be established before the market share would be put to develop by itself. Finally, the third approach says that the Montenegrin market share should be forced, stimulated and supported by the Government in order to reach as high as possible growth. In regard to that there is no matter which is the beginning level of financial market infrastructure. This article may help readers to make own conclusion based on the different arguments presented.

