

U obradi različitih aspekata financijske i gospodarske krize, u knjizi se poseban naglasak stavlja, kao što je iz samog naslova razvidno, na financije poslije krize potencirajući ulogu forenzike, etike i održivog upravljanja financijama kao pretpostavki sprječavanja mogućih kriznih stanja u budućnosti. Bitno je da se autori pri tome ne zadržavaju samo na dijagnostici, već u svojim istraživanjima nastoje dati i onaj izuzetno značajan i potreban aplikativni aspekt. To svjedoči i o motivaciji autora da uz znanstveni doprinos promišljanju problema krize ponude i vrijedna praktična rješenja. Zbog toga se i prezentirani rezultati istraživanja mogu staviti u funkciju kvalitetnog mikro i makro odlučivanja.

Prof. dr. sc. Nikša Nikolić

... tekstovi u ovoj knjizi profesionalno korektno, znanstveno utemeljeno i primjereno kritički istražuju uzroke, efekte, posljedice i izlaze iz financijske krize, zbirno i fragmentarno pojedinačno s posebnim naglaskom na potrebe forenzike, etike i održivosti.

Teorijske elaboracije dobivaju svoj puni smisao samo onda ako imaju praktična usmjerenja, što u integralnoj zbirci napisanih tekstova u ovoj knjizi čitatelj pronalazi i uvjerava se u neminovno jedinstvo cjeline „teorije i prakse“. S ovog stajališta vidi se nesumnjiv doprinos ponuđenih tekstova kako znanstvenoj teoriji, tako i stručnoj praksi, što daje sinergijske efekte znanstvenoj i cjelokupnoj društvenoj javnosti.

Prof. dr. sc. Željko Šain



Sveučilište u Splitu
Ekonomski fakultet

FINANCIJE NAKON KRIZE
Forenzika, etika i održivost

FINANCIJE NAKON KRIZE

Forenzika, etika i održivost

ISBN 978-953-281-061-5

Urednici: Marijana Ćurak, Ana Kundid, Josip Visković





Sveučilište u Splitu
EKONOMSKI FAKULTET



**© Ekonomski fakultet
Sveučilišta u Splitu**

Sva prava pridržana. Zabranjuje se preštampavanje, umnožavanje i kopiranje ove knjige ili bilo kojeg njezinog dijela bez pisanog odobrenja vlasnika autorskih prava.

Izdavač:

Sveučilište u Splitu
Ekonomski fakultet

Za izdavača:

Prof. dr. sc. Željko Garača, dekan

Recenzenti:

Prof. dr. sc. Nikša Nikolić
Prof. dr. sc. Željko Šain

Tehnički urednik:

Diana Mijačika, dipl. oec.

Dizajn korica i računalna priprema:

Doc. dr. sc. Ana Kundid
Diana Mijačika, dipl. oec.

Tisak:

DES - Split

Adresa izdavača:

EKONOMSKI FAKULTET
21000 Split
Cvite Fiskovića 5
Tel. 021 430 600, 430 601
Fax. 021 430 701
<http://www.efst.hr>

FINANCIJE NAKON KRIZE

Forenzika, etika i održivost

Urednici:

Izv. prof. dr. sc. Marijana Ćurak
Doc. dr. sc. Ana Kundid
Doc. dr. sc. Josip Visković

Split, 2014.

CIP - Katalogizacija u publikaciji
SVEUČILIŠNA KNJIŽNICA U SPLITU

UDK 336.02 (082)

FINANCIJE nakon krize: forenzika, etika i održivost /
urednici: Marijana Ćurak, Ana Kundić, Josip Visković.
– Split: Ekonomski fakultet Sveučilišta, 2014.

Bibliografija.

ISBN 978-953-281-061-5

1. Ćurak, Marijana; Kundić, Ana; Visković, Josip,
ekonomist
I. Financije -- Zbornik

150723016

Sadržaj

I. Uzroci i razmjeri financijske krize

<i>Uzroci trajne neučinkovitosti bankovne regulacije</i>	1
<i>U kolikoj mjeri industrija osiguranja odolijeva utjecaju krize?</i>	25
<i>Razvoj tržišta kapitala u post-tranzicijskim zemljama EU</i>	45
<i>Poslovno okruženje malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj - modelski pristup</i>	67
<i>Inozemni dug i recesija u Republici Hrvatskoj</i>	81
<i>Forenzika i etika: posrednici u prometu nekretninama i upravljanje rizikom pranja novca</i>	97

II. Makrofinancijske politike za ublažavanje učinaka krize

<i>Makroprudencijalna regulacija - dizajn i implikacije</i>	119
<i>Financijske krize i državne potpore: primjer Hrvatske</i>	149
<i>Osiguranje depozita</i>	167
<i>Krediti razvojne banke i performanse SME u uvjetima financijske krize</i> ...	187
<i>Fondovi za gospodarsku suradnju kao izvor financiranja malog gospodarstva u Hrvatskoj</i>	207

III. Inovativni koncepti u financijama

<i>Mjerenje financijske stabilnosti putem kompozitnog indeksa bankovne stabilnosti u zemljama srednje i istočne Europe</i>	225
<i>Etičko bankarstvo - novi koncept bankarstva</i>	243
<i>VaR odabranih burzovno trgovanih fondova (ETF-ova) s polugom</i>	265
<i>Relevantnost virtualnih valuta za nositelje monetarne politike: studija slučaja Bitcoin</i>	279
<i>Latentni ulagači</i>	301

RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA U POST-TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA EU

Dr. sc. Bojana Olgic Drazenovic
Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci
E-mail: bolgic@inet.hr

Violeta Preni
Ekonomski fakultet, Sveučilište u Rijeci
E-mail: violeta.preni@gmail.com

Sažetak

Razvijeno tržište kapitala jedna je od pretpostavki za uspješno uključivanje nacionalne privrede u svjetske financijske tokove. Ipak, nastanak efikasnog i reguliranog financijskog tržišta s mnoštvom sudionika, evolucijski je i dugotrajan proces. Stoga se činilo opravdanim istražiti dugoročni segment financijskih tržišta u odabranim europskim post-tranzicijskim zemljama, uključujući i Republiku Hrvatsku, pojedinačno kao i usporedbi s razvijenim i zrelim tržištima kapitala. U radu se identificiraju osnovni procesi i reforme koji su oblikovali evolucijski put tržišta kapitala post-tranzicijskih europskih zemalja. Od svih strukturnih reformi obuhvatom, intenzitetom i utjecajem na rast i razvoj tržišta kapitala posebno se ističu procesi privatizacije, mirovinske reforme odnosno uvođenje kapitalizirane mirovinske štednje te ulazak navedenih zemalja u EU. Od posebne je važnosti istražiti i mogućnosti za način njihovog modificiranog djelovanja u budućnosti, jer u uvjetima globalizacije i internacionalizacije poslovanja, dolazi u pitanje ne samo napredak već i opstanak burzi u CEE zemljama.

Cilj rada je utvrditi osnovne karakteristike i specifičnosti razvoja tržišta kapitala u odabranim zemljama srednje i istočne Europe (CEE). Autorice zaključuju da se usprkos kvalitetnoj zakonodavnoj infrastrukturi, funkcionalnom osposobljavanju te značajnom napretku u razvoju i djelotvornosti tržišta, tržište kapitala odabranih europskih post-tranzicijskih zemalja, može ocijeniti plitkim, uskim, nelikvidnim i nedovoljno razvijenim.¹

¹ Ovo istraživanje je sufinancirala Hrvatska zaklada za znanost u okviru projekta IP-2013-11-8174 te Sveučilište u Rijeci u okviru projekta 13.02.1.2.02.

Ključne riječi: *tržište kapitala, tržišna kapitalizacija, likvidnost, post-tranzicijske zemlje*

1. Uvod

Tržište kapitala po svojoj veličini i raznolikosti danas ima nezamjenjivu i izuzetno važnu ulogu u globalnom ekonomskom razvoju, jer državi, privredi, financijskim institucijama, stanovništvu i svim zainteresiranim stranama omogućuje brojne pozitivne efekte. Javni sektor svojim zaduživanjem na tržištu kapitala ostvaruje niže troškove financiranja te pridonosi smanjenju rizika koji se odnosi na tradicionalno financiranje posredstvom banaka, dok se privredi omogućuje stalno vrednovanje vlastite imovine i nesmetan pristup dugoročnim novčanim sredstvima. Za segment stanovništva i sve zainteresirane investitore tržište kapitala predstavlja profitabilnu ulagačku opciju i alternativu bankovnom depozitu.

Tržište kapitala može se definirati kao skup odnosa ponude i potražnje za financijskim sredstvima na rok duži od jedne godine (Prohaska, 1996, str. 15). Ono je institucionalno uređeno i određeno zakonodavnom i pravnom regulativom u cilju uspostavljanja efikasnog, sigurnog i likvidnog tržišta.

Teorijski doprinosi i empirijska istraživanja brojnih autora potvrđuju tezu da u razvijenim financijskim sustavima efikasna alokacija kapitala ubrzava ekonomski razvoj odnosno da postoji pozitivna, kauzalna veza između financijskog razvoja i ekonomskog rasta na dugi rok (King i Levine, 1993; Levine i Zervos, 1998; Rousseau i Wachtel, 2000). Pri tome se nameće važno i kontroverzno pitanje financijske strukture². Prevladavajuće stajalište ne ističe isključivo bankovnu ili tržišnu intermedijaciju kao ključnu odrednicu financijskog rasta, već se orijentira na važnost financijskih usluga i fokus interesa premješta s izvora financiranja na kvalitetu financijskih usluga i efikasnost njihova izvršenja. Stoga je pitanje razvijenosti tržišta kapitala u novim zemljama članicama EU od izuzetne važnosti ne samo za cjelokupan financijski razvoj već i za napredak cjelokupne ekonomije.

Cilj rada je ukazati na evolucijski put i dosegnuti stupanj razvoja tržišta kapitala u odabranim europskim post-tranzicijskim zemljama. Posebno se naglašavaju i ističu metode kojima su kreatori ekonomske politike nastojali potaknuti i osnažiti nacionalna tržišta kapitala u posljednja dva desetljeća. Ipak, analiza je pokazala da je doprinos dugoročnih financijskih tržišta efikasnoj alokaciji resursa i poticanju ekonomskog rasta u navedenim zemljama bio vrlo ograničenog opsega.

² Općenito, financijska struktura podrazumijeva sastav i relativnu važnost različitih financijskih institucionalnih aranžmana u financijskom sustavu. U užem smislu, riječ je o relativnoj važnosti financijskih tržišta i bankovnih financijskih intermedijara.

Usprkos kvalitetnoj zakonodavnoj infrastrukturi, funkcionalnom osposobljavanju te značajnom napretku u razvoju i djelotvornosti tržišta, ono se za većinu tranzicijskih zemalja može ocijeniti plitkim, uskim, netransparentnim i nedovoljno razvijenim. Dominantan oblik financijske intermedijacije u ovim zemljama obavljaju bankovne institucije zbog čega navedene ekonomije možemo ocijeniti bankocentričnima. Navedene zajedničke karakteristike tranzicijskih tržišta uglavnom proizlaze iz usporedive ekonomske povijesti i primijenjenih modela izgradnje tržišne ekonomije tranzicijskih zemalja Srednje i Istočne Europe, prvenstveno procesa privatizacije, reforme bankovnog sustava te kreiranja i implementacije mirovinske reforme.

2. Determinante razvoja tržišta kapitala

Razvoj dugoročnog segmenta financijskog tržišta determiniran je s više faktora od kojih se kao najznačajniji, posebno za zemlje s mladim i nerazvijenim tržištima kapitala, ističu (King i Levine, 1993; La Porta et al. 1998; Garcia i Liu, 1999; Yartey, 2008; Hryckiewicz, 2009):

- ❖ zakonodavni i institucionalni okvir,
- ❖ politička i makroekonomska stabilnost i
- ❖ širenje baze investitora.

Prvi korak ka stvaranju tržišta kapitala je reguliranje osnovne infrastrukture financijskog tržišta putem kvalitetnog zakonodavnog okvira kao i transparentne i učinkovite institucionalne baze. U suprotnom nastaje «tržište na livadi», bez zaštite prava kreditora i dioničara, uz nemogućnost pristupa kvalitetnim informacijama i bez kvalitetnog korporativnog upravljanja. Zakonodavni okvir u najširem smislu podrazumijeva adekvatnu i pravovremenu uspostavu primjerene legislative i pravnog sustava čime se osigurava efikasno funkcioniranje tržišta. U užem smislu navedeno se odnosi na uspostavu sigurnog okruženja za investitore u smislu osiguranja zaštite vlasničkih prava i prava manjinskih dioničara. Institucionalni čimbenik uključuje osnivanje efikasnih institucija za nadzor i kontrolu trgovanja na financijskom tržištu, institucije za prijeboj i namiru, uspostavu jeftinih i učinkovitih platformi za sekundarno trgovanje, a od posredne je važnosti i neovisnost središnje banke.

Osim toga, postoje brojni faktori institucionalne kvalitete koji mogu pomoći razvoju tržišta kapitala. Većina autora slaže se da postoji statistički značajna veza između razvoja tržišta kapitala s jedne strane te razine korupcije, vladavine prava, kvalitete korporacijskog upravljanja, efikasnosti birokracije i administrativnih prepreka s druge strane. Štoviše, Demetriades i Law (2006) zaključuju da je u zemljama s niskim dohotkom institucionalna kvaliteta robusnija odrednica dugoročnog ekonomskog razvoja nego financijski razvoj.

U kontekstu post-tranzicijskih zemalja koje su u fokusu ovog rada, navedenim determinantama razvoja mogu se dodati i procesi privatizacije državnih poduzeća te makroekonomska stabilnost (EBRD, 1998).

Od makroekonomskih faktora koji determiniraju razvoj tržišta kapitala u najširem smislu se ističu stopa nacionalnog dohotka, stopa štednje, stopa investicija i realna kamatna stopa. Negativni utjecaj na razvoj tržišta kapitala može imati visina javnog duga zbog otežanog pristupa financiranju privatnog sektora kao i inflacija. Sagledavajući utjecaj inflacije na tržište kapitala, mišljenja su podijeljena. Konvencionalno prevladava stajalište da burze pružaju zaštitu od rizika ili da je nominalni povrat na dionice u pozitivnom odnosu s inflacijom (Fisherova hipoteza). S druge strane, negativan odnos između dioničkog povrata i inflacijskih kretanja karakterističan je za kratak horizont ulaganja.

Garcia i Liu (1999) navedene determinante nadopunjuju i stupnjem razvoja financijske intermedijacije te likvidnošću tržišta kapitala kao važnim prediktorom tržišne kapitalizacije. Panel istraživanjem 42 tranzicijske zemlje za razdoblje od 1990.-2004. godine, Yartey (2008) je dokazao da od makroekonomskih faktora na tržište kapitala posebno utječu: razina dohotka, investicije, razvoj bankovnog tržišta, tijek privatnog kapitala i likvidnost tržišta kapitala. Od institucionalnih determinanti utjecaj je dokazan za pravno okruženje, politički rizik i kvalitetu birokracije.

Značajan utjecaj na razvoj tržišta kapitala država može ostvariti i osiguranjem političke stabilnosti. To je posebno važno za mlade, tranzicijske ekonomije koje su na samom početku razvoja efikasnih tržišta kapitala. Međutim, u tranzicijskim se zemljama kao značajan problem ističe provedba i poštivanje usvojenih zakona, s obzirom da je dobar pravni sustav nužan, ali ne i dovoljan uvjet za ekonomski razvoj³.

Financijsku intermedijaciju u smislu razvoja institucionalnih investitora, kao najvećih stvaratelja potražnje na tržištu, možemo istaknuti kao još jednu od ključnih determinanti razvoja tržišta kapitala. Hryckiewicz (2009) je dokazao značaj aktivnosti institucionalnih investitora, u najvećoj mjeri pokrenut putem mirovinskih reformi, za tržišta kapitala u zemljama Srednje i Istočne Europe.

Širenjem baze investitora povećava se likvidnost, smanjuje značaj financijskih šokova zbog različitih strategija i sklonosti riziku pojedinih investitora te se u konačnici povećava potražnja za vrijednosnim papirima. Ne umanjujući važnost stranih investitora, korporativnog sektora i individualnih ulagatelja, naponi usmjereni širenju baze investitora primarno se trebaju usmjeriti na institucionalne investitore, posebno u inicijalnim naporima za razvoj tržišta.

³ Više o pitanjima vezanim za učinkovitost pravnih rješenja i institucija vezano uz razvoj tržišta kapitala vidjeti u: Pistor et al. 2000; Demirgüç-Kunt i Maksimovic 1998.

3. Evolucija razvoja tržišta kapitala u post-tranzicijskim zemljama

Proces kreiranja i ponovnog oživljavanja tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama započeo je napuštanjem planskog gospodarstva i prelaskom na tržišnu ekonomiju početkom 1990-tih godina.

Središnja uloga države kao pokretača tržišta kapitala ogledala se prije svega u izgradnji pravnog i institucionalnog okvira kao i provođenju niza reformi, koje su direktno ili indirektno ostvarile pozitivne efekte na razvojni put navedenog segmenta financijskog tržišta. Nositelji vlasti su na samom početku tranzicijskog procesa pokušali unaprijediti tržišta kapitala putem privatizacije državnog vlasništva u strateškim kompanijama, točnije metodom kuponske privatizacije i kasnije temeljem inicijalnih javnih ponuda. Nastavno, u kasnijoj fazi razvoja značajan poticaj likvidnosti i prometu dale su mirovinske reforme odnosno uvođenje kapitalizirane mirovinske štednje. Pojačanu potražnju za vrijednosnim papirima novih institucionalnih investitora uravnotežila je orijentacija države na zaduživanje putem državnih obveznica na domaćim tržištima kapitala. Daljnji poticaj razvoju dugoročnog segmenta financijskih tržišta ostvaren je ulaskom navedenih zemalja u EU.

Tablica 1. Osnivanje tržišta kapitala u odabranim tranzicijskim zemljama EU

	Naziv burze	Osnivanje	Zatvaranje	Ponovno osnivanje	Početak trgovanja
Češka	Prague Stock Exchange	1871.	1945.	24.11.1992.	06.04.1993.
Mađarska	Budapest Stock Exchange	1864.	1945.	21.06.1990.	17.06.1993.
Poljska	Warsaw Stock Exchange	1817.	1945.	12.04.1991.	16.04.1991.
Slovenija	Bratislava Stock Exchange	1923.	1945.	26.12.1989.	29.03.1990.
Slovačka	Ljubljana Stock Exchange	n.p.	n.p.	15.03.1991.	06.04.1993.
Hrvatska	Zagreb Stock Exchange	1918.	1945.	1991.	02.01.1997.

Izvor: web stranice nacionalnih burzi.

Uspostava tržišta kapitala bila je neznatno lakša u zemljama s tradicijom i iskustvom u funkcioniranju ovog dijela financijskog tržišta. U svim promatranim CEE zemljama, tržišta kapitala egzistirala su još početkom 20. stoljeća i ponovno otvorena gotovo pola stoljeća kasnije. Ipak, većina ponovno osnovanih burzi nije započela s trgovanjem usporedo s formalnim početkom funkcioniranja, a trgovanje je bilo neredovito i obilježeno izrazitom nelikvidnošću što zorno prikazuje tablica 1.

Primijenjene privatizacijske strategije (kuponska privatizacija, MEBO, IPO, prodaja strateškim investitorima i dr.) kao i počeci ovih procesa tijekom ranog tranzicijskog razdoblja uvelike su utjecali na razvoj dugoročnog financijskog tržišta.

Na samom početku formiranja tržišta kapitala velik broj tranzicijskih zemalja nije uskladio početak rada burzi s donošenjem zakonodavnog i institucionalnog okvira što je, uz nedostatak iskustva, u kasnijem periodu dovelo do pravne i regulatorne nesigurnosti. U Češkoj i Slovačkoj početak djelovanja tržišta kapitala korespondirao je sa startom kuponske privatizacije (1992.), dok je u ostalim zemljama privatizacijski proces kasnijih godina samo dodatno osnažio napore u razvoju već uspostavljenog tržišta.

Zemlje koje su procesima kuponske privatizacije propisivale obvezno uvrštavanje dionica na burzu koja je bila minimalno ili čak neobuhvaćena regulatornim okvirom, odabrale su pristup *odozdo prema gore*. Usprkos snažnom inicijalnom rastu tržišne kapitalizacije i broja uvrštenih kompanija, većina burzi tijekom vremena postala je nelikvidna, a vlasništvo je postalo izrazito koncentrirano. Na ovaj način došlo je samo do formalne promjene vlasništva, uz slabo informirane dioničare, nedostatan razvoj korporativnog upravljanja i gubitka povjerenja u tržište (češko, slovačko, slovensko i hrvatsko tržište kapitala).

Mađarska i Poljska odabrale su drugačiji pristup (*odozgo prema dolje*) usmjeren prema inicijalnim javnim ponudama i direktnoj prodaji. Zakonski i regulatorni okvir nacionalnih tržišta kapitala definiran je znatno prije početka procesa privatizacije. Rezultat je bio znatno sporiji rast tržišne kapitalizacije, ali i kontinuirani rast uvrštenih vrijednosnih papira i tržišne likvidnosti.

Tablica 2. Polazne osnove tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama EU

<i>Obavezno uvrštavanje dionica na burzu nakon kuponske privatizacije</i>	<i>Dobrovoljne inicijalne javne ponude</i>	<i>Obavezno uvrštavanje manjinskih paketa tijekom privatizacije</i>
Bugarska Češka Litva Makedonija Moldavija Rumunjska Slovačka	Hrvatska Estonija Mađarska Latvija Poljska Slovenija	Armenija Poljska Rusija Ukrajina

Izvor: Claessens, S., Djankov, S. i Klingebiel, D. (2000) Stock Markets in Transition Economies, *The World Bank*, Financial Sector Discussion Paper, No. 5.

Nastanak tržišta kapitala za tri skupine tranzicijskih zemalja koji je uslijedio kao direktna posljedica provedene privatizacije prikazan je u tablici 2.

U prvoj fazi razvoja tržišta kapitala tranzicijskih zemalja nakon inicijalne uspostave burzi karakterističan je trend modernizacije burzi i sustava trgovanja, uspostavljanja središnjih agencija za kliring, namiru i usluge depozitorija, uspostave i kasnijeg unapređenja regulatornih agencija, uspostave striktnijeg računovodstva i revizije, zahtjeva za informacijskim otkrivanjem i uspostavom unutrašnjih pravila trgovanja.

U kasnijim fazama razvoja, provodile su se brojne reforme financijske liberalizacije i unapređenja institucionalnog okvira za investitore, a koje su potaknule razvoj mladih tržišta kapitala. Za razliku od prve tranzicijske faze u kojoj je naglasak bio na ubrzanju dinamici uvođenja tržišne ekonomije, naredno razdoblje naglasilo je aktualnost konvergencije prema postignutim standardima najrazvijenijih zemalja. Stoga se kao poseban poticajni faktor jačanja institucionalnog kapaciteta može istaći i ispunjavanje potrebnih kriterija za pridruživanje ili stjecanje kandidature tranzicijskih europskih zemalja za pridruživanje EU.

Značajan izvor rasta institucionalnih investitora i ekspanzije tržišta kapitala u CEE zemljama bile su reforme PAYG mirovinskih sustava u kapitalizirane sustave. Time je ostvaren neosporan pozitivan utjecaj na razvoj gospodarstva, jer se otvara prostor za financiranje novih dugoročnih investicija te poticajno djeluje na razvoj financijskog sustava i tržišta kapitala. Privatizacijom mirovinskih sustava generiran je kontinuirani financijski priljev od institucionalnih investitora prema financijskim tržištima. U skladu s navedenim, kao najveći „dobitnici“ procesa mirovinske reforme mogu se istaknuti upravo institucionalni investitori, kao i nacionalna tržišta kapitala.

Državna politika upravljanja javnim dugom još je jedna od mogućnosti koju su iskoristile tranzicijske zemlje posljednjih desetak godina u cilju razvoja domaćih tržišta kapitala. U CEE zemljama općenito vrijedi da su institucionalni investitori primarno usmjereni na ulaganja u državna izdanja silom zakonodavne regulative, ali i činjenicom da su domaća financijska tržišta nerazvijena u pogledu vrste i broja dostupnih instrumenata ulaganja.

Orijentacijom države na domaća izdanja i aktivnom politikom produživanja i standardiziranja strukture dospijuća javnog duga u CEE zemljama promovirala se sigurnost nacionalnog tržišta kapitala i razvila krivulja prinosa omogućavajući pouzdano vrednovanje rizika na lokalnim tržištima. Tržišta državnih obveznica u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj najrazvijenija su u regiji, dok su ostale zemlje iz uzorka također znatno povećale državna domaća izdanja posljednjih desetak godina. Ove zemlje uspostavile su relativno likvidna tržišta državnih obveznica kroz postupni rast obvezničkih izdanja sve dužih dospijuća (Iorgova i Ong, 2008, str. 11).

Gotovo dva desetljeća kasnije može se ustvrditi da navedena tržišta imaju sve infrastrukturne elemente potrebne za organizirano trgovanje na tržištu kapitala. Trgovanje se provodi putem suvremenih elektronskih sustava trgovanja koja se tehnološki unapređuju.

Tablica 3. Temeljne značajke i obilježja trgovanja na burzama odabranih tranzicijskih zemalja

Naziv burze	Burzovni indeksi	Burzovne kotacije	Sustav trgovanja	Vrijednosni papiri
<i>Prague Stock Exchange (PSE)</i>	PX PX-TR PX-GLOB	Glavno tržište, Službeno tržište, Standardno tržište; Start tržište (neregulirano tržište)	XETRA	Dionice, obveznice, strukturirani proizvodi: varanti, ETF i certifikati (i BETa tržište – inozemne dionice)
<i>Budapest Stock Exchange (BSE)</i>	BUX BUMIX CETOP20	Tržište dionica, Tržište obveznica, Tržište izvedenica, Tržište vrijednosnih papira izdanih na temelju roba, BETa tržište	XETRA	Dionice, obveznice, izvedenice, certifikati i vrijednosni papiri izdani na temelju roba
<i>Warsaw Stock Exchange (WSE)</i>	WIG WIG30, WIG20, WIG50, WIG-div mWIG40 RESPECT WIG30TR WIG20TR WIG30short WIG30lev WIG20short WIG20lev 11 sektorskih indeksa WIG CEE MiS80 WIG-Poland WIG-Ukrain InvestorMS, TBSP	Glavno tržište, NewConnect (neregulirano tržište), Catalyst tržište (tržište dužničkih instrumenata)	UTP	Dionice, obveznice, PDA, strukturirani proizvodi, certifikati, prava, izvedenice, ETF
<i>Bratislava Stock Exchange BSSE)</i>	SAX SDX Group	Glavno, Paraleno i Slobodno tržište, <i>Multilateral Trading Facility</i>	EBOS	Dionice, obveznice i certifikati
<i>Ljubljana Stock Exchange (LSE)</i>	SBITOP CEESEG	Prime tržište, Standardno tržište i Ulazno tržište (Entry market)	XETRA	Dionice, obveznice, strukturirani proizvodi, certifikati, prava, varanti i udjeli fondova
<i>Zagreb Stock Exchange (ZSE)</i>	CROBEX CROBEX10 CROBEXtr CROBEXplus 5 sektorskih indeksa CROBIS CROBIStr	Vodeće, Službeno i Redovito tržište; Multilateralna trgovinska platforma (MTP-neregulirano tržište)	NASDAQ OMX X- Stream	Dionice, obveznice, strukturirani proizvodi, komercijalni zapisi i prava

Izvor: web stranice nacionalnih burzi.

Trgovinska platforma koristi se za transakcije unutar reguliranih segmenata tržišta odnosno unutar domene nacionalnih regulatornih i nadzornih institucija, kao i za neregulirano tržište čija su pravila trgovanja u domeni predmetne burze. Na svim tržištima djeluju središnje depozitarne agencije koje klirinške poslove i poslove izravnavanja izvršavaju u razdoblju do tri dana (T+3), kao isporuku uz plaćanje (engl. *Delivery versus payment, DvP*).

Odabrane nacionalne burze imaju pravnu osobnost i posluju kao dionička društva. U tablici 3 razvidno su prikazani tržišni segmenti i trgovinske platforme nastale kao rezultat tehnološkog napretka i inoviranja promatranih tržišta, kao i ponuda vrijednosnih papira te raspoloživi tržišni indeksi. Burze u Pragu, Budimpešti i Ljubljani koriste isti sustav trgovanja, s obzirom da je riječ o burzama koje su članice CEESEG burzovne grupe.

Dominantan udio trgovanja na svim promatranim tržištima odnosi se na dionice i obveznice i značajno manje na kratkoročne vrijednosne papire. Za izvedenice ne postoji mogućnost trgovanja na burzi u Bratislavi, dok se burza u Budimpešti izdvaja kao jedina koja nudi mogućnost trgovanja vrijednosnim papirima izdanim na bazi roba. Najširi spektar izvedenih vrijednosnih papira nudi Varšavska burza koje se i po kriteriju broja i vrsti tržišnih indeksa koji stoje na raspolaganju investitorima, izdvaja kao najrazvijenija.

Tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama mogu se okarakterizirati kao nerazvijena i od malog značaja za ekonomije u smislu prikupljanja kapitala za investicijske poduhvate i uloge u financijskom sustavu (više u: Wagner i Iakova, 2001; EBRD Transition Report 2010), posebno u usporedbi s onima u razvijenim ekonomijama. Općenito se radi o nisko likvidnim tržištima zbog čega je financiranje na tržištu kapitala za privredu skuplje i rijetko se koristi. Zadatak vlada je da osiguraju atraktivno okruženje za domaće i strane ulagače, sa sigurnošću koja garantira vlasnička prava.

4. Pokazatelji dinamike razvoja odabranih tranzicijskih tržišta kapitala

Razvoj tržišta kapitala je kompleksni koncept koji se može promatrati s više aspekata. U svrhu mjerenja koriste se mjere za veličinu tržišta kapitala, likvidnost, volatilnost i koncentraciju tržišta, institucionalnu razvijenost tržišta, efikasnost tržišta, integraciju tržišta sa svjetskim tržištima kapitala, zakonodavnu regulativu tržišta i drugo (prema: Garcia i Liu, 1999; Beck i Levine, 2004; Yartey, 2008; Cherif i Gazdar, 2010).

Kao reprezentant tržišta kapitala uzima se dionički segment tržišta. Razlozi za korištenje pokazatelja koji se odnose na vlasničke vrijednosne papire leže u činjenici da se porast kapitalizacije i prometa obveznica nužno ne povezuje sa značajnijim, kvalitativnim pozitivnim odmakom u financijskoj strukturi. Također, razvoj dioničkog tržišta jače utječe na kvalitetu alokacije kapitala i

ulaganja nego razvoj tržišta dužničkih instrumenata. Razvijeno tržište dionica povećava fleksibilnost financijskog intermedijacijskog procesa jer omogućuje investitorima jasne izlazne strategije. Štoviše, vlasnički kapital je važan indikator razmjene informacija među investitorima, procjenjivanja kompanije i budućih makroekonomskih fundamenata (Cherif i Gazdar, 2010).

U istraživanjima se najčešće koriste četiri pokazatelja:

1. promet dionicama u odnosu na BDP;
2. brzina prometa ili obrtaj odnosno omjer prometa i tržišne kapitalizacije na promatranim tržištima;
3. omjer tržišne kapitalizacije i BDP-a, gdje se tržišna kapitalizacija odnosi na ukupnu (tržišnu) vrijednost svih izdanih dionica poduzeća koja kotiraju na burzi;
4. broj uvrštenih kompanija na milijun stanovnika.

Prva dva pokazatelja mjere likvidnost tržišta odnosno stvarnu tržišnu aktivnost, a treći i četvrti daju nominalnu sliku (veličinu, vrijednost) razvoja tržišta. Likvidnost se u najširem smislu definira kao lakoća i brzina kupoprodaje vrijednosnih papira od strane agenata. Riječ je o jednoj od najvažnijih funkcija tržišta kapitala. Likvidna tržišta kapitala omogućuju brze promjene u strukturi portfelja, smanjuju rizičnost investicije i ubrzavaju dugoročne i profitabilne investicije (Levine, 1997). Konačno, likvidna tržišta utječu na rast trgovanja i visinu investirane štednje. Likvidnost tržišta od posebnog je interesa za institucionalne investitore zbog trgovine velikim blokovima. Kao pokazatelj likvidnosti uzima se omjer prometa i tržišne kapitalizacije i pokazuje prosječnu učestalost trgovanja vrijednosnim papirima tijekom godine i predstavlja važan indikator utjecaja tržišta kapitala na rast gospodarstva.

U terminima ekonomske važnosti, tržišna kapitalizacija pretpostavlja pozitivnu koreliranost sa sposobnošću tržišta da mobilizira kapital i diverzificira rizik. Omjer tržišne kapitalizacije i BDP-a jedna je od najboljih pojedinačnih valuacijskih mjera razvoja tržišta, uz potreban oprez pri interpretaciji pokazatelja jer u slučaju nerazvijenih tržišta isti može ukazati i na eventualnu podcijenjenost ili precijenjenost tržišta. Vrijednost pokazatelja veća od 100% ukazuje na precijenjenost tržišta, odnosno vrijednost manja 5% signalizira podcijenjenost.

Iako navedeni pokazatelji u većini slučajeva nadopunjuju jedan drugog, kod odabranog uzorka tranzicijskih zemalja vrlo je čest slučaj da daju konfuznu sliku tržišta. Ona su istovremeno nisko likvidna i time nerazvijena, dok se na strani kapitalizacije i broja uvrštenih kompanija nerijetko ostvaruju iznimni rezultati. Međutim, takva pojednostavljena i plošna slika upućuje na krivi zaključak. Porast posljednja dva pokazatelja često je rezultat administrativnih odluka i korištene metodologije koja „napuhuje“ ostvarene performanse tržišta. Primjerice, većina promatranih tranzicijskih zemalja u početnom

stadiju razvoja nacionalnih tržišta kapitala zakonski je propisala administrativnu mjeru obveznog (prisilnog) uvrštavanja dionica na burzu ili je metodom kuponske privatizacije veliki broj kompanija uvršten u kotacije, kojima se kasnije nije trgovalo. Nadalje, neke lokalne burze u svoju statistiku uključuju i uvrštenja domaćih kompanija na burzama međunarodnog karaktera. Riječ je o tzv. dvostrukom uvrštavanju vrijednosnih papira domaćih, velikih kompanija na lokalnim burzama i stranim burzama (najčešće u Velikoj Britaniji i SAD-u), pomoću GDR-ova i ADR-ova. Premda se problem dvostrukog brojanja može pojaviti i kod pokazatelja prometa, puno je izraženiji kod tržišne kapitalizacije. Post-tranzicijska tržišta odlikuje i visok stupanj koncentracije te se značajan udio ukupnog tržišnog prometa i tržišne kapitalizacije odnosi na trgovinu malog dijela najlikvidnijih dionica.

Do 2007. godine tržišna kapitalizacija eksponencijalno je rasla zahvaljujući vrlo niskim polaznim osnovama, ali i napretku u regulatornom i institucionalnom okviru, konvergenciji EU i pozitivnim efektima pridruživanja te ostvarenim ekonomskim rastom. U nekim slučajevima, to se može dijelom pripisati i nerazvojnim faktorima kao što su obvezna listanja i "napuhavanja" cijena, ali i rastućem tržištu i «euforičnoj» javnosti.

Ipak, navedeni rast nije bio popraćen i napretkom u likvidnosti tržišta koja je kroz sve godine ostala razmjerno niska. Problem je još više podcrtavao problem dvostrukog uvrštavanja, a izostao je i značajniji interes inozemnih investitora. Širina tržišta također je ostala ograničena, uslijed visoke koncentracije kapitalizacije u malom broju velikih kompanija, čime se limitira raspon atraktivnih investicijskih mogućnosti i inverzno djeluje na likvidnost domaćeg tržišta. Problem likvidnosti dodatno je otežalo izvrštavanje zbog inozemnih akvizicija i domaćih spajanja (Iorgova i Ong, 2008).

Razvoj dioničkog tržišta znatno varira među promatranim zemljama. U skupinu manje razvijenih tržišta kapitala mogu se ubrojiti slovačko, slovensko i hrvatsko. Preostala tri CEE tržišta odlikuju se značajno većom zrelošću njihovih tržišta kapitala. Češka, Mađarska i Poljska bile su među prvima od tranzicijskih zemalja koje su provele neophodne makroekonomske i tržišne reforme tijekom ranog tranzicijskog razdoblja, a ujedno su i profitirale od ranog pristupanja EU i daljnjeg tržišnog integriranja. Pri tome se Poljska posebno izdvaja kao najzrelije od svih analiziranih tržišta.

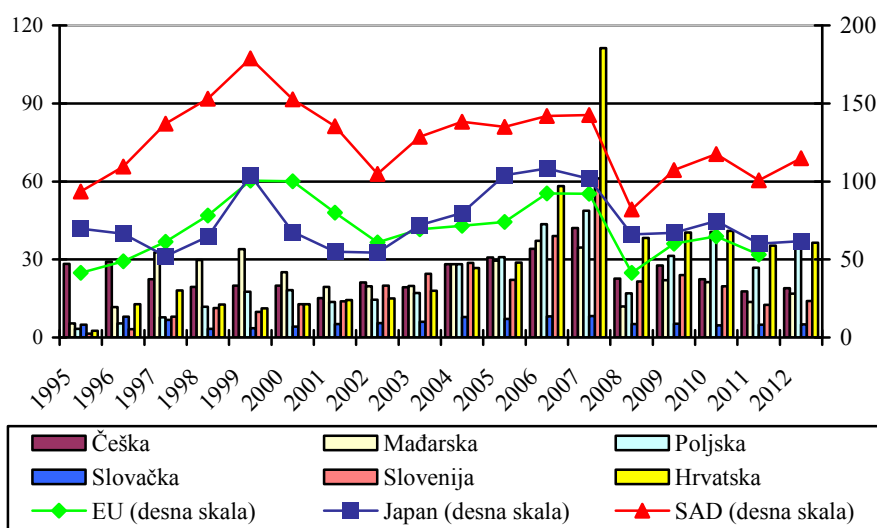
Kao značajan pokazatelj razvijenosti tržišta kapitala uzima se i odnos tržišne kapitalizacije i bruto društvenog proizvoda koji je za odabrane zemlje prikazan grafikonom 1.

Značajna odstupanja od relativno niskih vrijednosti u ranom tranzicijskom razdoblju za sve tranzicijske zemlje mogla su se uočiti samo u godinama koje su slijedile nakon početka procesa kuponske privatizacije. Snažan rast tržišne kapitalizacije u Hrvatskoj 1997. godine i visoke početne vrijednosti za Češku najvećim su dijelom bile rezultat obveznog uvrštavanja dionica tijekom kuponske privatizacije, ali ih je pratila niska likvidnost i mali *free-float*.

Ostale zemlje su od 2000. godine iskazivale vrlo usporedive vrijednosti pokazatelja kao i sličan pozitivan trend kretanja istog sve do početka financijske krize 2008. godine. U 2007. godini, posebno se izdvaja hrvatsko tržište kapitala s neočekivano visokim udjelom tržišne kapitalizacije u BDP-u od 129% čime je iskazan veći udjel od prosjeka EU kao i od Japana (za sve godine) dok je isti gotovo identičan vrijednostima ostvarenim na najrazvijenijem američkom tržištu.

Ipak, navedeno upućuje na izuzetnu precijenjenost hrvatskog tržišta u godini koji je prethodila globalnoj financijskoj krizi, a rezultat je niza okolnosti: spajanja burzi (Zagrebačka i Varaždinska), niske apsolutne razine BDP-a te pojačanog interesa šire javnosti zbog niza IPO-a i dugogodišnjeg uzlaznog trenda cijena dionica. Uočava se i dupliranje pokazatelja tržišne kapitalizacije u BDP-u 2006. godine za Sloveniju.

Grafikon 1. Tržišna kapitalizacija dionica / BDP za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2012. godine

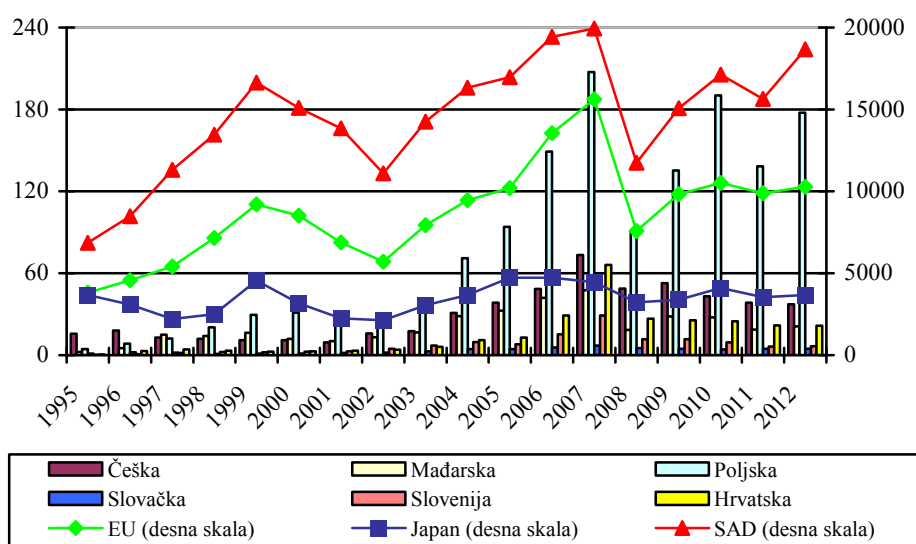


Izvor: izradile autorice prema podacima WDI 1995.-2012.

Međutim, navedeno je ostvareno kao rezultat rastućih cijena dionica i aktivnosti na primarnom tržištu dok je trgovinska aktivnost ostala na niskim razinama. Slovačko tržište kapitala se ističe kao najmanje razvijeno u promatranom uzorku zemalja, jer se u svim promatranim godinama navedeni pokazatelj kretao ispod 20%. Rastuće tržište dionica dostiglo je svoj vrhunac 2006. godine u kojoj su sve promatrane zemlje ostvarile maksimalne vrijednosti. Sljedeće tri godine za sve promatrane zemlje vrijednosti pokazatelja pale su za više od 100%.

Podaci o tržišnoj kapitalizaciji ukazuju da su dionička tržišta u CEE zemljama značajno porasla u promatranom razdoblju. Najviše vrijednosti tržišne kapitalizacije ostvaruje poljsko tržište, a slijede ga češko i hrvatsko tržište kapitala. Ipak, prikazane vrijednosti daleko su ispod onih u razvijenim zemljama tržišne ekonomije. Posebno je to slučaj ako se vrijednosti usporede s najrazvijenijim američkim tržištem čije su vrijednosti i tri do četiri puta više od onih ostvarenih u promatranim tranzicijskim zemljama. Vrijednosti spomenutog pokazatelja su nižih vrijednosti za prosjek EU s obzirom da se većina tržišta europskih zemalja može ocijeniti bankocentričnim (izuzev onih u V. Britaniji) i manje usmjerenim na pribavljanje sredstava na tržištu kapitala. Nadalje, vrijednosti pokazatelja su uvelike smanjene i zbog činjenice da u izračun ulazi i veliki broj tranzicijskih zemalja s niskim vrijednostima pokazatelja.

Grafikon 2. Tržišna kapitalizacija za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2012. godine (u mlrd. USD)

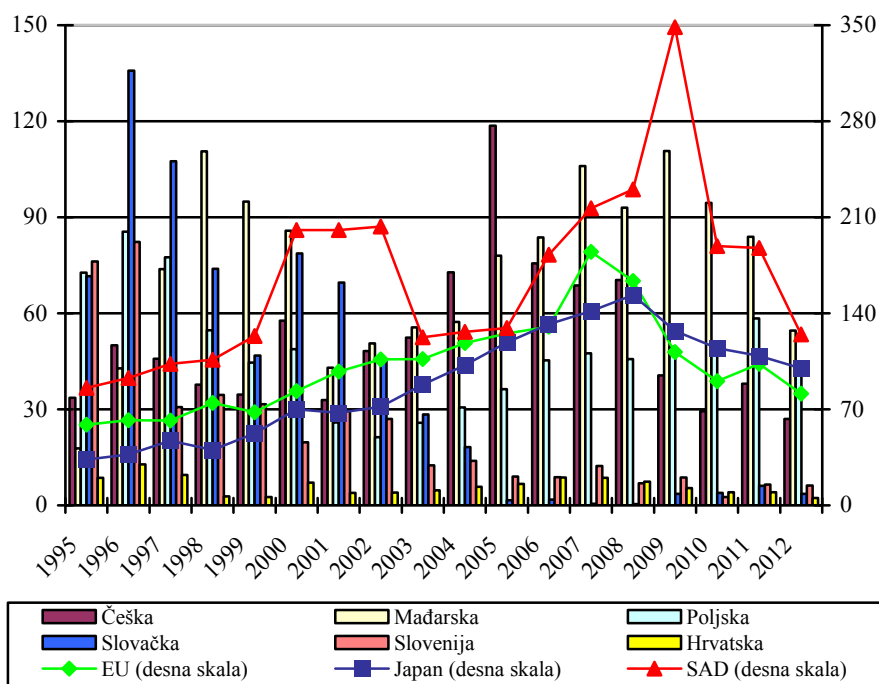


Izvor: izradile autorice prema podacima WDI 1995.-2012.

Sagledavajući pokazatelj tržišne kapitalizacije u apsolutnim vrijednostima (grafikon 2) dolazimo do još nepovoljnijih podataka. Tržišna kapitalizacija tranzicijskih zemalja članica EU kao indikator sposobnosti tržišta kapitala u pribavljanju kapitala za potrebe realne ekonomije, u 2001. godini iznosila je 80 mlrd. EUR što je bilo približno jednako 2% ukupne tržišne kapitalizacije starih članica EU.

Likvidnost je sljedeća važna karakteristika tržišta kapitala. Pokazatelj brzine prometa za odabrane zemlje prikazan je u grafikonu 3.

Grafikon 3. Tržišni promet/kapitalizacija dionica za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2012. godine



Izvor: izradile autorice prema podacima WDI 1995.-2012.

U prvom desetljeću tranzicijskog razdoblja visoke vrijednosti navedenog pokazatelja (čak i više od onih u razvijenim zemljama) upućivale su na iskrivljavanje podataka uslijed izrazito niskih apsolutnih vrijednosti dioničkog prometa i relativno visokih vrijednosti tržišne kapitalizacije (primjer Slovačke).

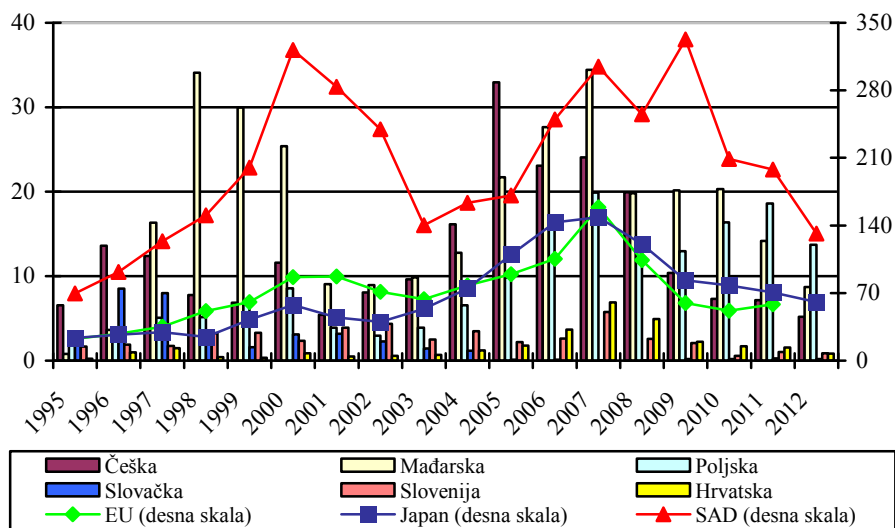
Sagledavajući navedeni pokazatelj moguće je uočiti da najveću likvidnost ostvaruju češko, mađarsko i poljsko tržište dok su Hrvatska, Slovenija i Slovačka po navedenom pokazatelju najlošije rangirane zemlje. Niska brzina prometa u Hrvatskoj rezultat je činjenice da su na burzu većinom uvrštene kompanije statičnih vlasničkih struktura zbog dominantne kontrole *insidera* i države, ili kompanije koje zbog upitnih perspektiva i/ili nedostatka transparentnosti nisu atraktivne prigode za ulaganja (Šonje, 2005, str. 12). Najrazvijenije CEE zemlje u određenim godinama čak se mogu usporediti s prosjekom EU i Japanom.

Nelikvidnost tranzicijskih tržišta kapitala osnovna je odlika navedenih tržišta i ograničavajući faktor razvoja jer onemogućuje poduzećima pribavljanje jeftinog kapitala, a institucionalnim investitorima provođenje aktivne

trgovinske strategije. Nelikvidnost tržišta u literaturi je istaknuta kao primarna barijera razvoja tržišta kapitala (Hear et al., 2010).

U grafikonu 4 prikazan je pokazatelj relativnog udjela prometa dionica za odabrane tranzicijske zemlje.

Grafikon 4. Promet dionica / BDP za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2012. godine



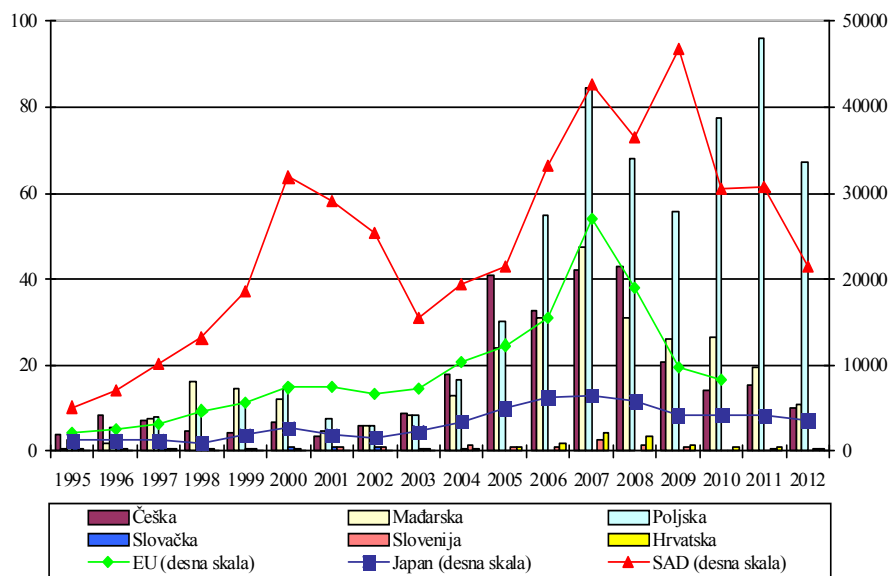
Izvor: izradile autorice prema podacima WDI 1995.-2012.

Promet vrijednosnih papira u odnosu na bruto društveni proizvod pokazuje daleko lošije rezultate od onih u razvijenim zemljama. Relativno najveći prometni ostvaruju se na mađarskom, poljskom i češkom tržištu kapitala, dok se ostale tri zemlje i po ovom kriteriju mogu svrstati u nisko razvijena tržišta.

Pokazatelj apsolutnih vrijednosti prometa tranzicijskih tržišta kapitala mjerodavniji je za prikaz razvijenosti tržišta kapitala s obzirom na niske vrijednosti ukupnog BDP-a za promatrane zemlje. Ukupni promet dioničkog tržišta u apsolutnim vrijednostima iskazan je u grafikonu 5.

U skladu s prethodno iznesenim i ovdje se izdvajaju dvije skupine tranzicijskih tržišta kapitala. Poljska se posljednjih godina izdvaja po najvećem prometu u okviru prve skupine najrazvijenijih tržišta - mađarsko, poljsko i češko tržište. Od malih tržišta, Slovačka ostvaruje najlošije rezultate te ni u jednoj godini ne prelazi jednu mlrd USD prometa dionicama. Slovensko i slovačko tržište u svim promatranim godinama ostvaruju izuzetno male promete.

Grafikon 5. Promet dionica za odabrane tranzicijske i razvijene zemlje u razdoblju od 1995.-2012. godine (u mlrd USD)



Izvor: izradile autorice prema podacima WDI 1995.-2012.

Obveznički segment tržišta tranzicijskih zemalja karakterizira dominacija državnih papira, prije svega državnih obveznica, dok je tržište komercijalnih obveznica u povojima. Nerazvijenost korporativnog segmenta u skladu je s trendovima u ostalim zemljama Europe i reflektira dominaciju bankovnog pozajmljivanja sredstava. Jedan od važnijih razloga za podrazvijenost korporativnog segmenta su visoki troškovi izdanja na tržištu (direktni troškovi izdanja i troškovi regulatornih zahtjeva). Nadalje, velike kompanije u Poljskoj i Mađarskoj koriste mogućnosti zaduživanja na eurotržištu ili se financiraju putem svojih inozemnih vlasnika (Iorgova i Ong, 2008, str. 12).

Potrebno je istaknuti da se podaci o obvezničkom tržištu trebaju uzeti uz oprez, jer se velikim (ili najvećim) dijelom obveznica u tranzicijskim zemljama trguje na OTC tržištu zbog čega postoje problemi metodološke naravi prilikom uspoređivanja podataka koje objavljuju burze za cjelokupno tržište.

Općenito se može zaključiti da su tržišta post-tranzicijskih zemalja u EU još uvijek nedovoljno razvijena u usporedbi s onima u razvijenim zemljama. Osim vrlo niske likvidnosti, determinirani su i nedovoljnom širinom i dubinom tržišta. Tržišta kapitala odlikuju niski standardi korporacijskog upravljanja, neadekvatna primjena računovodstvenih standarda, koncentrirana vlasnička struktura u srednjim i velikim kompanijama. Također, izvještavanje

investicijske javnosti i uloga nadzornih odbora, nisu razvijeni u mjeri koja bi pobudila veće povjerenje ulagača u tržište kapitala.

Iz svega prethodno navedenog kao i dostupne literature moguće je definirati zajedničke karakteristike tržišta kapitala za zemlje iz uzorka:

- ❖ Tržišta su mlada i nerazvijena;
- ❖ Niska likvidnost tržišta;
- ❖ Visoka volatilnost tržišta;
- ❖ Dubina i širina tržišta ne zadovoljavaju uvjete efikasnih tržišta kapitala;
- ❖ Kvalitetna infrastrukturna rješenja;
- ❖ Neefikasna regulacija tržišta i slab pravni sustav;
- ❖ Neadekvatna zaštita manjinskih dioničara;
- ❖ Nepovjerenje investitora u tržište;
- ❖ Niski standardi korporativnog upravljanja;
- ❖ Velik broj kompanija kontroliranih od strane jednog većinskog dioničara ili grupa povezanih dioničara (tzv. obitelj, engl. *family*)
- ❖ Visok stupanj "odljeva" kompanija i kapitala.

U budućnosti se očekuje nastavak trenda integracije malih, tranzicijskih burzi koje će doprinijeti simplifikaciji trgovanja i jačanju ponude na tržištu. Doprinos nacionalnih politika poticanja tržišta kapitala trebao bi se usmjeriti na veliki broj čimbenika fokusiranih na jačanje fundamentalnih tržišnih obilježja: kvaliteti regulacije, kontinuitetu tržišta, dostupnosti i pouzdanosti informacija kao i promicanju visokih standarda korporativnog upravljanja. Od posebnog značaja za napredak u procesima jačanja tržišta kapitala i institucionalizirane štednje je poticanje financijske pismenosti široke javnosti odnosno projekti financijske edukacije. Razumijevanje problematike i mogućnosti ulaganja na financijskim tržištima u CEE kao i planiranje štednje za starost, izuzetno je slabo. U kontekstu štednje za starost, financijska edukacija trebala bi se usmjeriti ka promoviranju razumijevanja nepovoljnih kretanja općih uvjeta umirovljenja, potrebe za dugoročnom štednjom i za investicijskim proizvodima.

Postavlja se i pitanje primjerene strategije za daljnji razvoj promatranih tržišta kapitala, posebno uzevši u obzir njihove „sporo rastuće“ pokazatelje i nemogućnost da se natječu sa znatno efikasnijim bankovnim institucijama. Riječ je o malim, lokalnim burzama (osim Varšavske) kojima suvremeni trendovi globalizacije i internacionalizacije nameću zauzimanje bolje pozicije u okruženju. U sljedećem dijelu se ukratko razmatraju neke od mogućih strategija za njihov budući razvoj.

5. Budućnost za tržišta kapitala u post-tranzicijskim zemljama - kojim putem krenuti?

Posljednjih godina sve više jačaju različiti oblici suradnje i konsolidacije burzi u tranzicijskim zemljama s onima regionalnog karaktera u zemljama razvijenih tržišnih ekonomija. U budućnosti se očekuje nastavak trenda integracije malih, tranzicijskih burzi koje će doprinijeti simplifikaciji trgovanja i jačanju ponude na tržištu.

Izuzmemo li strategiju samoodrživosti i opstanka lokalnih burzi reduciranjem troškova i/ili povećanja prihoda (tzv. *Self-Survival Strategy*), osnovne mogućnosti koje navedenim burzama stoje na raspolaganju su (Palosi-Nemeth, 2007):

1. Strategija regionalnih asocijacija - kooperacija neovisnih regionalnih burzi,
2. Strategija izgradnje većih, virtualnih tržišta - umrežavanje s vodećim tržištima,
3. Strategija preuzimanja i spajanja.

Najuspješnija regionalna strateška asocijacija u EU poznata je kao NOREX i nastala je suradnjom četiri (od pet) skandinavskih burzi.

Strategiju umrežavanja s vodećim tržištima primijenile su baltičke burze spajanjem s nordijskom asocijacijom NOREX 2004. godine. Također, Varšavska burza je potpisala sporazum s Euronext-om i time ojačala svoju poziciju na tržištu, dok je Bečka burza ostvarila kooperaciju s burzom u Budimpešti. Od siječnja 2010. godine osnovana je holding kompanija CEESEG AG s ravnopravnim podružnicama burzi u Beču, Varšavi, Budimpešti i Pragu. Primarni cilj CEESEG-a je jačanje, unapređenje i bolja međunarodna pozicija četiri uključene burze koje će doprinijeti jačanju likvidnosti i prometa. Mjere i instrumenti kojima će se nastojati ostvariti navedeni ciljevi navedeni su u tablici 4.

Tablica 3. Ciljevi i mjere CEESEG-a.

<i>Kratkoročne mjere</i>	<i>Srednjoročne mjere</i>	<i>Dugoročne mjere</i>
Uvođenje novih proizvoda	Uvođenje zajedničkog sustava trgovanja (XETRA)	Harmonizacija tržišnih segmenata
Zajedničke marketinške aktivnosti – <i>road show</i>	Standardizacija pravila trgovanja	Harmonizacija općih uvjeta poslovanja
Uvođenje zajedničkog indeksa	Harmonizacija svih relevantnih ugovora o članstvu	Harmonizacija sustava prijeboja i namire

Izvor: izradile autorice prema <http://www.ceeseg.com/about/mission-objectives/>

CEE Stock Exchange Group (CEESEG) najveća je asocijacija burzi u regiji. Od svih navedenih ciljeva, nije ostvaren samo posljednji dugoročni cilj uspostave zajedničkog klirinškog sustava za sve CEESEG članove.

Strategija preuzimanja i spajanja do sada se pokazala najtežom za implementaciju. Također, navedena strategija mogla bi imati negativan utjecaj na broj uvrštenja srednjih tvrtki, zbog informacijske efikasnosti i visokih standarda veće burze preuzimatelja. Kao primjer najzahtjevnije strategije ističe se nastanak Euronext-a 2000. godine.

Može se zaključiti da je prirodan put za mala i nerazvijena post-tranzicijska tržišta kapitala ulazak u strateško udruživanje s burzama u okruženju prvi korak ka uspješnom poslovanju u budućnosti. Time bi se potaknula suradnja i stupanj integracije s vodećim tržištima, a novim zemljama članicama EU omogućio bi bolje performanse tržišta kapitala. Napore je potrebno usmjeriti i na harmoniziranje standarda s vodećim burzama u što većoj mjeri, sa ciljem jačanja efikasnosti tržišta, ublažavanja problema tehnologije, kliringa i drugih operacija.

6. Zaključak

Tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama mogu se okarakterizirati kao nerazvijena i od malog značaja za ekonomije u smislu prikupljanja kapitala za investicijske poduhvate i uloge u financijskom sustavu, posebno u usporedbi s onima u razvijenim ekonomijama.

Iz rada proizlazi nekoliko zaključaka. Najveći utjecaj na oblikovanje financijskih tržišta i institucija tranzicijskih zemalja imale su reforme vlasničkih struktura i sustava mirovinskog osiguranja. Metode privatizacije izdavanjem dionica vodile su povećanju ponude na tržištima kapitala, dok se utjecaj mirovinskih reformi manifestirao u jačanju potražnje strane za vrijednosnim papirima. Nerazvijenost tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama može se objasniti niskom razinom aktive institucionalnih investitora, nepovoljnim institucionalnim karakteristikama, propustima u provođenju privatizacijskih procesa, ali i nedovoljnim rastom ekonomija, niskom razinom štednje te niskom razinom ulagačke kulture i tradicije.

Konačno, ovaj rad pruža empirijsku podlogu za promoviranje financijskog i ekonomskog razvoja, a posebno njegova najdinamičnijeg dijela – tržišta kapitala. Stoga je važno nastaviti s politikama liberalizacije ulaganja institucionalnih investitora te inicirati i implementirati mjere za poticanje štednje i investicija. Mjere nositelja ekonomske politike usmjerene na daljnji razvoj financijskih sustava trebaju biti dalekosežne i dosljedne, s naglaskom na jačanje „institucionalizirane štednje“, unapređenje korporativnog upravljanja i jačanje vlasničkih prava dioničara te niz mjera usmjerenih na financijsku edukaciju. U budućnosti se očekuje nastavak trenda integracije

malih, tranzicijskih burzi koje će doprinijeti simplifikaciji trgovanja i jačanju ponude na tržištu.

Reference

1. Beck, T. i Levine R. (2004) Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, No. 3, str. 423-442.
2. Bratislava Stock Exchange, www.bsse.sk
3. Budapest Stock Exchange, www.bse.hu
4. CEESEG, www.ceeseg.com
5. Cherif, M. i Gazdar, K. (2010) Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis, *International Journal of Banking and Finance*, Vol. 1, No. 8, str. 139-159.
6. Claessens, S., Djankov, S. i Klingebiel, D. (2000) Stock Markets in Transition Economies, *The World Bank*, Financial Sector Discussion Paper, No. 5.
7. Demetriades, P. i Law, S. P. (2006) Finance, Institutions, and Economic Development, *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 3, No. 11, str. 245-260.
8. Demirgüç-Kunt, A. i Maksimovic V. (1998) Law, Finance and Firm Growth, *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, str. 2107-2137.
9. *EBRD* (1998) Transition Report, Dostupno na: www.ebrd.com/pages/research/publications/flagships/transition/archive.shtml l. [10. prosinac 2013.]
10. *EBRD* (2010) Transition Report, www.ebrd.com/pages/research/publications/flagships/transition/archive.shtml l. [10. prosinac 2013.]
11. Garcia, V. F. i Liu, L. (1999) Macroeconomic Determinants of Stock Market Development, *Journal of Applied Economics*, Vol. 3, No. 1, str. 29-59.
12. Hearn, B., Piesse, J. i Strange, R. (2010) Market Liquidity and Stock Price Premia in Emerging Markets: The Implications for Foreign Investment, *International Business Review*, Vol. 19, No. 5, str. 489-501.
13. Hryckiewicz, A. (2009) Pension reform, institutional investors' growth and stock market development in the developing countries: does it function?, *National bank of Poland*, Working paper 67, Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1744824 [10. prosinac 2013.]
14. Iorgova, S. i Ong, L. L. (2008) The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors, International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department, *IMF*, Working paper WP/08/103.

15. King, R. G. i Levine, R. (1993) Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Working paper Financial Policy and Systems, WPS 1083*, World bank, Country Economics Department. Dostupno na: http://www.wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1993/02/01/000009265_3961004042036/Rendered/PDF/multi_page.pdf [01. lipnja 2009.]
16. La Porta, R., López-de-Silanes, A. i Shleifer, Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, str. 1113-1155.
17. Levine, R. (1997) Financial development and economic growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, str. 688-786.
18. Levine, R. i Zervos, S. (1998) Stock Markets, Banks and Economic Growth, *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, str. 537-558.
19. Ljubljana Stock Exchange, www.ljse.si
20. Olgić Draženović, B. (2012) *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*. Doktorska disertacija. Ekonomski fakultet: Rijeka.
21. Pálosi-Németh, B. (2007) Emerging Capital Markets in Financial Globalization, Transformation, integration and globalization economic research, *Warsaw University of Debrecen, WP, No. 100*.
22. Pistor, K., Raiser, M. i Gelfer, S. (2000) Law and Finance in Transition countries, *Economics in Transition*, EBRD, Vol. 8, No. 2, str. 325 – 368.
23. Prague Stock Exchange, www.pse.cz
24. Prohaska, Z. (1996) *Analiza vrijednosnih papira*. Infoinvest: Zagreb.
25. Rousseau, P. i Wechtel, P. (2000) Equity Markets and Growth: Cross-country Evidence on Timing and outcomes, 1980-1995, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, No. 12, str. 1933-1957.
26. Šonje, V. ur. (2005) *Veza koja nedostaje: kako povezati razvitak tržišta kapitala i gospodarski rast*. Arhivanalitika: Zagreb.
27. *The World Bank*, World Development Indicators, www.wdi.org
28. Vittas, D. (1998) Institutional Investors and Securities markets: Which Comes First?. Dostupno na: <http://www.pension.kiev.ua/files/2032.pdf> [10. prosinac 2013.]
29. Wagner, N. i Iakova, D. (2001) Financial Sector Evolution in the Central European Economies: Challenges in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth, *IMF Working paper 01/141*. Dostupno na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01141.pdf> [05. ožujak 2014.].
30. Warsaw Stock Exchange, www.gpw.pl
31. Yartey, C. A. (2008) The Determinans of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?, *IMF WP/08/32*.
32. Zagreb Stock Exchange, www.zse.hr