

Originalni naučni rad

UDK 005.5:336.76

DOI 10.7251/SVA1714097B

COBISS.RS-ID 6490392

## STRATEGIJSKO UPRAVLJANJE I RAZVOJ TRŽIŠTA KAPITALA

Prof. dr Slobodan S. Župljanin<sup>1</sup>

Prof. dr Mladenka Balaban<sup>2</sup>

Nezavisni univerzitet Banja Luka

**Apstrakt:** Razvijenost tržišta kapitala i finansijskog tržišta neodvojive su cjeline i one međusobno djeluju u povratnoj sprezi. Prema tome, usklađena razvijenost tržišta osigurava stabilan privredni razvoj. Manje razvijene zemlje se istovremeno suočavaju sa nerazvijenim tržištem kapitala kao i tržištem novca, a potrebom bržeg rasta, što zahatijeva veća znanja i bogatija iskustva koja one nemaju. Različite pozicije na dugi rok vode u produbljivanje jaza između razvijenih i nerazvijenih zemalja. BiH kao mala, otvorena i nerazvijena zemlja suočava se sa istim izazovima i zato je važno da se posveti dovoljna pažnja daljem razvoju tržištaka pitala, kako bi se iskoristili postojeći potencijali za razvoj zemlje. Uspostavljanje nacionalnog tržišta kapitala, nije moguće bez intervencije države. Država je ta koja donosi potrebnu regulativu, vrši kontrolu i intervencije na tržištu. U početnoj fazi razvoja tržišta kapitala mora se obaviti masovna emisija vrijednosnih papira (primarno tržište) kako bi se osigurala minimalna količina vrijednosnih papira za trgovanje na sekundarnom tržištu. Kada se tržište pokrene, neophodna je kontrola (nadzor) nad funkcionisanjem istog. Prenaglašena kontrola može ugušiti tržište, a prevelika liberalizacija može odvesti u zloupotrebe i prevare i na kraju do urušavanja samog tržišta. Ovdje se ne misli na kontrole za sprečavanje finansijskog kriminala, jer on pronalazi svoje puteve u svim sistemima regulacije tržišta.

**Ključne riječi:** *tržište kapitala, obveznice, akcije, zakonska regulative, upravljanje*

### UVOD

Finansijsko tržište svake ekonomije čine tržišta kapitala i tržišta novca. Tržišta kapitala su ona tržišta na kojima postoje dugoročni finansijski instrumenti, tj. instrumenti čije je dospijee neodređeno ili se njima trguje barem jednu godinu dana. Na tržištima novca se trguje vrijednosnim papirima čije dospijee je manje od godinu dana.

---

<sup>1</sup> Doktor ekonomskih nauka, prorektor za nastavu NUBL, e-mail: e-mail: slobodan.zupljanin@nubl.org

<sup>2</sup> Doktor ekonomskih nauka, profesor ekonomije i bankarstva, e-mail: mladenka.balaban@nubl.org

Tokom vremena, finansijska tržišta su postala glavni izvor finansiranja razvoja ekonomskih sektora<sup>3</sup>. Glavni razlog za to je što finansiranje preko tržišta kapitala ne podrazumijeva nove fiksne troškove i dugoročno dospjeće ili dospjeće uopšte. Na ovaj način, kompanije mogu imati pristup svježem kapitalu i poboljšati svoju stabilnost i kreditni rejting. Osnovni faktori koji utiču na intenzivan razvoj tržišta kapitala su:

- ❖ povoljne performanse plasmana na dugi rok;
- ❖ rast finansijskog potencijala nedepozitnih finansijskih institucija;
- ❖ deregulacija i tehnološka revolucija.

Svako razvijeno tržište kapitala, kao integralni dio finansijskog tržišta, treba da doprinese:

- ❖ optimizaciji ročne transformacija sredstava;
- ❖ diverzifikaciji ulaganja;
- ❖ smanjenju transakcionih troškova;
- ❖ povećanju efikasnosti korišćenja tržišnih informacija.

Prije nego što nastupi na tržištu kapitala, kompanija mora ispuniti određene uslove, koji su, uglavnom, standardizovani na globalnom tržištu. Najznačajniji uslovi su:

- kompanija mora biti osnovana i registrovana kao akcionarsko društvo;
- obim aktive kompanije – aktiva kompanije mora biti iznad propisanog minimuma;
- visina godišnjeg profita i prodaje – mora biti iznad propisanog minimuma.
- vremenski period postojanja kompanije – kompanija mora imati svoj razvojni put prije nego što može nastupiti na globalnom finansijskom tržištu, odnosno tržištu kapitala.

Jedna od značajnih faza u razvoju tržišta kapitala jeste jačanje uloge finansijskih institucija. Kao najčešće finansijske institucije javljaju se banke, osiguravajuća društva i različiti fondovi, među kojima su najčešće penzioni fondovi. Banke prikupljaju finansijska sredstva od ekonomskih subjekata kojii imaju višak sredstava i stavljaju ih na raspolaganje ekonomskim subjektima koji nemaju dovoljno finansijskih sredstava, putem finansijskog posredovanja, koje sa sobom nosi i preuzimanje rizika. Osiguravajuća društva obavljaju finansijsku funkciju transformišući male uloge u krupna novčana sredstva koja se ulažu u bankarske institucije i tržište kapitala. Penzioni fondovi prikupljaju doprinose zaposlenih ili poslodavaca i plasiraju ih u penzije (PAYG) ili tržište kapitala (fundirano finansiranje). Struktura ulaganja zavisi od zakonskih ograničenja, različitog pogleda na ulaganja i od sklonosti investitora riziku. Investicioni fondovi su profesionalno vođene finansijske institucije koje prikupljaju novčana

---

<sup>3</sup> Thorsten Beck: "Stock markets, banks and economic development: theory and evidence", *EIB Papers*, 2003, str. 39

sredstva od velikog broja individualnih investitora putem prodaje akcija fonda ili potvrda o učešću u finansijskoj aktivni fonda.

Finansijsko posredovanje se najviše odvija preko banaka i finansijskih tržišta. Novi globalni trendovi deregulacije i internacionalizacije su podstakli razvoj finansijskih tržišta, institucija, a posebno tržišta kapitala. Nebankarske finansijske institucije i finansijska tržišta postaju sve više značajna i globalni finansijski sistem se podijelio u tom smislu. Shodno tome, globalni finansijski sistem se trenutno ogleda u dva modela finansijskog sistema: „anglosaksonski“ i „kontinentalni“.

Anglosaksonski finansijski sistem naglašava finansijska tržišta i nebankarske finansijske institucije na štetu banaka. U proteklih dvadesetak godina uočava se značajan razvoj finansijskih tržišta i instrumenata finansijskog sistema, koji se smatra najrazvijenijim u svijetu.

Kontinentalni model pridaje manje značaja finansijskim tržištima i finansijskim instrumentima, što za posljedicu ima veću ulogu za banke, koje su ključne finansijske institucije sistema. U kontinentalnom sistemu, banke su univerzalnog tipa - finansijski supermarketi koji nude široki portfolio usluga, uključujući usluge finansijskog tržišta (emitovanje i prodaju vrijednosnih papira, finansiranje i finansijsko upravljanje).

Finansijski sistem Bosne i Hercegovine generalno slijedi kontinentalni model u kome banke imaju vodeću ulogu i u kome su finansijska tržišta i instrumenti manje razvijeni.

Finansijsko tržište BiH ima koliko toliko razvijeno tržište kapitala, ali nema razvijeno tržište novca. Instrumenti finansijskog tržišta su relativno nerazvijeni (bez ijednog inovativnog instrumenta).

Tržište kapitala Bosne i Hercegovine je organizovano i regulisano na dva tržišta kapitala, od kojih je jedno u Federaciji BiH, a drugo u Republici Srpskoj. Vrijednosnim papirima se, takođe, trguje na dvije berze, SASE (sarajevska berza) i BLSE (banjalučka berza).

Osnovni cilj istraživanja u ovom radu je da se na osnovu kvalitetne analize postojećeg stanja utvrde ključni parametri za formulisanje kvalitetne strategije razvoja finansijskog tržišta, i u okviru istog tržišta kapitala.

## 1. INSTRUMENTI TRŽIŠTA KAPITALA

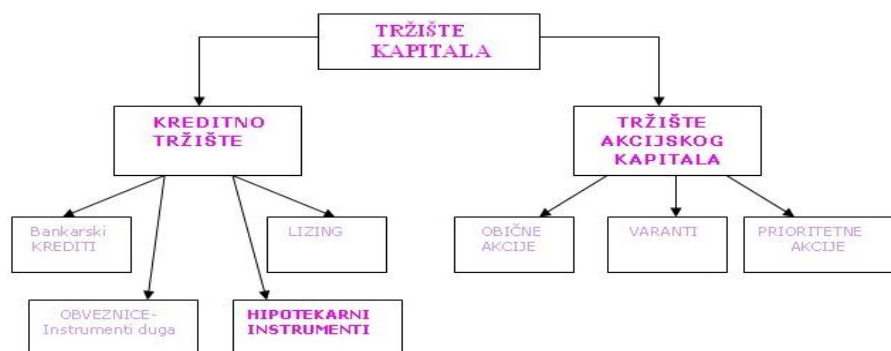
Da bi nastalo i razvijalo se, tržište kapitala mora stvoriti *dugoročnu finansijsku aktivu*, odnosno, ako se analizira kao tržište finansijskih instrumenata, mora realizovati *emisiju i trgovinu* dugoročnim finansijskim instrumentima (dugoročnim hartijama od vrijednosti). Instrumenti tržišta kapitala su brojni. Oni se mogu podijeliti u tri osnovne grupe:

- Akcije, koje u obliku običnih i preferencijalnih, predstavljaju potvrdu o izvršenom ulaganju u kapital;
- Obveznice ili obligacije, koje su svjedočanstvo o kreditnom odnosu ulagača (vlasnika) i korisnika sredstava;

- Hibridni instrumenti - varanti, koji uključuju obilježja i akcija i obveznica.

U savremenom dobu je opšte prihvaćen kriterijum podjele dugoročnih finansijskih instrumenata na taj način da se akcije smatraju za vlasničke, a obveznice za dužničke (dugovne, kreditne) hartije od vrijednosti. Finansijski instrumenti tržišta kapitala su dugoročni kada rok dospijea iznosi preko jedne godine. Svi finansijski instrumenti, sa rokom dospijea dužim od jedne godine nesumnjivo su dugoročni finansijski instrumenti. Taj rok može biti i do 30 godina. Kod instrumenata hipotekarnog tržišta, koje takođe spada u tržište kapitala ali se zbog posebnog karaktera finansijskih instrumenata obezbjeđenih hipotekom na nepokretnosti može izolovano posmatrati, rok dospijea može biti i duži.

Slika 1: Segmenti tržišta kapitala



Izvor: Erić Dejan, "Finansijska tržišta i instrumenti", Čigoja štampa, Beograd, 2003.

Akcija je finansijski instrument koji vlasniku (investitoru) daje pravo na dio profita (dobiti) preduzeća – dividendu kao i pravo na upravljanje preduzećem. Vlasnici akcija smatraju se vlasnicima preduzeća. Akcije se emituju u cilju formiranja ili povećanja kapitala preduzeća. Akcija u principu traje neograničeno i vezana je za sudbinu preduzeća kao poslovno aktivnog subjekta. Ona pruža mogućnost investitoru da učestvuje u rasporedu profita firme, ali i da snosi rizik iz poslovanja preduzeća do sume uloženog kapitala, odnosno knjigovodstvene vrijednosti akcija koje posjeduje. Akcije se javljaju u formi običnih ili preferencijalnih. Obične akcije daju investitoru pravo upravljanja preduzećem odnosno učestvovanja u „preduzetničkoj demokratiji“ - pravo glasanja, izbora menadžmenta, podnošenja rezolucija kao i na druge aktivnosti na skupštini akcionara<sup>4</sup>. Postoje, međutim, i akcije bez prava glasa. Preferencijalne (prioritetne) akcije omogućavaju vlasniku samo pravo na dividendu i to u naprijed određenom obliku, kao procentualni iznos na nominalnu vrije-

<sup>4</sup> French K. and Poterba J. M.: "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review*, 1991, str. 99

dnost akcije ili kao utvrđena suma po akciji (kumulativna preferencijalna akcija, participativna preferencijalna akcija). Konvertibilna prioritetna akcija omogućava investitoru da je zamjeni za unaprijed utvrđeni broj akcija u vrijeme koje on izabere.

Obveznica je finansijski instrument kojim se izdavalac (dužnik, zajmoprimac) obavezuje da u roku dospijeća plati kupcu (zajmodavac, investitor) pozajmljeni iznos (glavnica) sa kamatom. Obveznica je dugovni instrument. Često je prisutna skraćena u engleskom jeziku IOU (I owe you - dugujem) i to na najbolji mogući način izražava takav njen karakter. Obveznica u formalnom smislu mora sadržati najmanje dva elementa: fiksni datum kada se pozajmljena suma mora vratiti (rok dospijeća) i ugovoreni iznos kamate. Naziv obveznica, rezervisan je za dužničke hartije od vrijednosti sa rokom dospijeća od jedne do trideset godina. Dugoročne obveznice imaju različite rokove dospijeća što zavisi isključivo od odluke emitenta. Nominalni iznos pozajmljene sume putem emisija obveznica naziva se glavnica. Analitički najpotpuniji osnov za razvrstavanje različitih struktura dugoročnih obveznica jeste princip emitenta. Prema ovom osnovu, podjela dugoročnih obveznica ima sljedeći oblik: državne obveznice, obveznice lokalnih organa vlasti, korporativne obveznice i hipotekarne obveznice. i

Korporativne obveznice su dugoročne obveznice koje emituju preduzeća u cilju prikupljanja sredstava za kapitalna ulaganja. Vrste obveznica koje emituju preduzeća zavisiće uglavnom od finansijske strukture preduzeća i opredjeljenja menadžmenta. Obveznice lokalnih organa vlasti emituju lokalni organi vlasti (teritorijalne jedinice, gradovi) u svrhu finansiranja kapitalnih projekata ili refinansiranja na duži rok budžetskog deficita. Osnovne vrste obveznica lokalnih organa vlasti su: opšte i prihodne obveznice. Opšte obveznice emituju se na podlozi poreske snage izdavaoca. Prihodne obveznice emituju se u cilju finansiranja pojedinih projekata ili preduzeća. Državne dugoročne obveznice emituje država u cilju refinansiranja deficita budžeta, odnosno radi obezbjeđivanja sredstava za neinflatorno finansiranje dugoročnih izdataka namijenjenih realizaciji državnih funkcija (npr. naoružanje), odnosno infrastrukturnih projekata. Državne dugoročne obveznice su istorijski prvi finansijski instrumenti i njihova pojava datira od sredine XVI vijeka.

Nedostaci preferencijalnih akcija u odnosu na obveznice za stakeholdere su:

- ❖ Vlasnici obveznica, ukoliko ne naplate kamatu, do nje mogu doći pokretanjem postupka likvidacije kompanije. Međutim, vlasnici preferencijalnih akcija nemaju to pravo i mogu ostati bez dividende.

- ❖ Nose veći rizik od obveznica. U slučaju likvidacije kompanije, preferencijalne akcije se isplaćuju u visini nominalne vrijednosti iz likvidacione mase poslije isplate vlasnika obveznica.

Prednost preferencijalnih akcija u odnosu na obveznice za stakeholdere se tiče činjenice da ukoliko kompanija ostvari gubitak ili

dobitak koji nije dovoljan za isplatu dividende, interesi vlasnika preferencijalnih akcija su ugroženi pa oni, po pravilu, dobijaju pravo glasa kako bi zaštitili svoje interese.

Nedostaci preferencijalnih akcija u odnosu na obveznice za emitenta se odnose na činjenicu da pošto su dividende deo oporezivog profita akamate predstavljaju trošak finansiranja kojiumanjuje poresku osnovicu, velike kompanijekoje uživaju povjerenje zajmodavca radije seodlučuju da potrebni kapital prikupe emisijomobveznica.

Prednosti preferencijalnih akcija u odnosu na obveznice za emitenta su:

- ❖ U slučaju preferencijalnih akcija nominalna vrijednost akcije se ne isplaćuje sa isplatom fiksne dividende.
- ❖ Kamata na obveznice se plaća u fiksnim rokovima, a dividenda se može odložiti.

Opozive (*callable*) preferencijalne akcije emitent može povući uvijek po unaprijed utvrđenoj cijeni. Kada ne bi bilo ove opcije, kompanija bi morala da plaća visoke dividende i u vrijeme niske cijene kapitala.

Konvertibilne (*convertible*)preferencijalne akcije daju pravo vlasniku da ih zamjeni kada to zaželi, za unaprijed utvrđen broj običnih akcija.

Kumulativne (*cumulative*) preferencijalne akcije daju pravo prvenstva na isplatu svih neisplaćenih dividendi (sadašnjih kao i zaostalih), prije isplate dividendi po osnovu običnih akcija.

Participativne (*participating*)preferencijalne akcije daju pravo vlasniku da, pored unaprijed određene dividende, može ostvariti i ekstra dividend ukoliko kompanija dostigne zadovoljavajući nivo prometa i profita.

Korporativna forma preduzeća (akcionarsko društvo) dovodi do razdvajanja vlasništva (kapital svojine) od upravljanja (kapital funkcije). Većim kompanijama, po pravilu, upravljaju menadžeri (pravo upravljanja), ali upravljačka prava pripadaju akcionarima. Većinski vlasnici (*principali*) angažuju menadžere (*agente*) za operativno vođenje kompanije. Problem po pravilunastaje ukoliko menadžer počnu da djeluje u svom interesu, a ne u interesu vlasnika kapitala.

Akcionari, da bi preduprijedili problem zastupanja interesa kompanije, u smislu mogućeg konflikta interesa između principala i agenata te da bi obezbijedili efikasno upravljanje kompanijom, biraju predstavnike koji zastupaju njihove interese i koji su istovremeno članovi upravnog odbora kompanije (*board of directors*).

Upravni odbor, angažuje menadžere koji su zaduženi za operativno vođenje kompanije. Operativni menadžment samo predlaže krupne odluke dok konačnu odluku donosi upravni odbor ili skupština akcionara. Upravni odbor znanjem i lojalnošću aktivno promoviše i štiti interese akcionara. Pored kontrole preko upravnog odbora rješenje zastupničkih problema može da se realizuje i preko nagrađivanja direktora i menadžera. Na taj način se trajno usklađuju interesi vlasnika i menadžera, čuvaju se kvalitetni menadžeri te se zastupnički troškovi se svode na razuman nivo.

## **2. VRSTE TRŽIŠTA KAPITALA**

### **2.1. Primarno tržište kapitala**

Trgovanje na tržištima kapitala se odvija na primarnom i sekundarnom tržištu. Primarno tržište je ono na koje se uvode nove akcije i obveznice. Investicioni fondovi, korporacije i investitori mogu kupovati vrijednosne papire ponuđene na primarnom tržištu. Kada preduzeća prodaju vrijednosne papire po prvi put, izdavanje se zove inicijalna javna ponuda (*initial public offering*). Glavni razlog za inicijalnu javnu ponudu jeste dobijanje novca za investicije. Međutim, inicijalna javna ponuda se koristi i da bi osnivači i prvi investitori imali načina da unovče svoje investicije. Ipak, i nakon što je kompanija izvršila inicijalnu javnu ponudu, ona može kasnije imati potrebu za dodatnim sredstvima. U ovom slučaju se ne govori više o inicijalnoj javnoj ponudi, nego svaka sljedeća prodaja novih akcija ili obveznica javnosti jednostavno je primarna tržišna transakcija.

Kada određeno preduzeće – emitent želi da izvrši prodaju akcija na primarnom tržištu njemu je potrebna pomoć u pronalaženju investitora<sup>5</sup>. Preduzeća i drugi emitenti najčešće nemaju znanja i iskustva o ovome pa im je teško organizovati prodaju jer su prisutni rizici cijene i neprodaje. Pomoć im stoga pružaju „investicione banke“ ili slični posrednici. Investicione banke preuzimaju analizu tržišta, procjenjuju mogućnosti uspjeha emisije, utvrđuju vrstu i osobine vrijednosnih papira zavisno o potrebama emitenta, cijenu primarne emisije, registruju emisiju kod kontrolnih organa, raspisuju poziv na upis, prodaju i distribuiraju vrijednosne papire. Obzirom da većina kompanija koje se odlučuju za inicijalnu javnu ponudu nisu poznate investorima, oni moraju dati detaljne informacije o svojim operacijama i finansijskom stanju. Nekoliko mjeseci prije inicijalne javne ponude, emitent (uz pomoć investicione banke) razvija prospekt i daje na uvid prospekt komisiji za hartije od vrijednosti. Javna ponuda hartija od vrijednosti može se vršiti samo po prethodno pribavljenom rješenju o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrijednosti.

Prospekt je pisani javni dokument koji sadrži podatke koji investitoru omogućavaju jasan i cjelovit uvid u stvarni (objektivni) pravni i finansijski položaj izdavaoca hartija od vrijednosti, u njegove poslovne mogućnosti i u prava i obaveze koje proizlaze iz hartija od vrijednosti na koje se prospekt odnosi, kao i druge podatke bitne za donošenje investicione odluke.

Pored ovog formalnog dijela, emitent i investiciona banka moraju se sresti sa institucionalnim investitorima. Ovo može obuhvatiti veliki broj termina i putovanja za njih. Cilj ovih putovanja jeste reklamiranje akcija emitenta da bi kupovali što veći broj akcija izdavaoca uz što veću cijenu. Razlog zašto se biraju institucionalni investitori jeste u

---

<sup>5</sup> Milisavljević M., Todorović J.: "Planiranje i razvojna politika preduzeća", *Savremena administracija*, Beograd, 1995. str 48

tome što oni raspoložu velikom količinom novca i time mogu da kupe veliki broj akcija u jednoj transakciji.

Investiciona banka mora da odredi emisioni berzanski kurs tj. cijenu za koju se nude akcije. Cijena koju su investitori spremni da plate zavisi od uslova na tržištu i uopšteno od stanja ekonomije. Na primjer, ukoliko druge kompanije iz iste industrije imaju visoki berzanski kurs tada će i kompanija moći da traži veću cijenu. Prije nego što će se ponuditi cijena, investiciona kompanija treba da pokuša da odredi najbolju moguću cijenu. Ovo se može uraditi razgovorom sa institucionalnim investitorima tokom prezentacije akcija. Ovaj proces se stoga naziva i „bookbuilding”.

Da bi smanjila svoj rizik, investiciona banka može vršiti raspodjelu akcija drugim investicionim bankama, tzv. „sindikatu“, koje mogu da imaju dobit od inicijalne javne ponude<sup>6</sup>. Na taj način, svaka investiciona banka može da kontaktira svoje institucionalne investitore ili druge bitne klijente i time se može brzo prodati velika količina akcija. Takođe, brokersko-dilerska društva mogu dobiti određeni udio i prosljediti akcije svojim bitnim klijentima. Ovakav pristup se može koristiti kod inicijalnih javnih ponuda određenih velikih kompanija, kao, npr. privatizacija velikih državnih preduzeća.

Ukoliko je javna ponuda bila uspješna, emitent mora da u roku od sedam dana od dana prijema rješenja o odobrenju izdavanja hartija od vrijednosti, podnese zahtjev Centralnom registru preko člana Centralnog registra za otvaranje emisionog računa i upis hartija od vrijednosti u taj registar. Nakon uspješne registracije, emitent mora da odluči da li će akcije biti kotirane na berzanskom ili vanberzanskom tržištu. Primarna tržišna transakcija je prisutna kada kompanija koja već ima akcije sa kojim se trguje, vrši emisiju novih akcija. Razlog za ovu radnju jeste potreba kompanije za novim kapitalom da bi izvršila dodatne investicije ili smanjila svoje dugove.

### 2.1.1. Primarno tržište kapitala i SWOT analiza

U zavisnosti od toga da li se radi o izdavanju (prodaji) instrumenata za prikupljanje finansijskih sredstava ili o prometu već izdatih instrumenata, razlikujemo **primarna i sekundarna** finansijska tržišta.

Primarna finansijska tržišta obezbjeđuju izdavaocima potrebna finansijska sredstva kroz prodaju finansijskih instrumenata investitorima. Izdavalac ovih instrumenata može biti bilo koje pravno lice. Tako će, na primjer, akcionarska društva prikupiti potrebna sredstva izdavanjem akcija, opštine preko dugoročnih obveznica, banke izdavanjem sertifikata o depozitu, a otvoreni investicioni fondovi prodajom novih udjela. Primarna finansijska tržišta igraju važnu ulogu u mobilizaciji viškova novčanih

---

<sup>6</sup> Šoškić Dejan: *"Hartije od vrednosti, upravljanje portfoliom i investicioni fondovi"*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007. str. 71



sredstava. Raznovrsnost finansijskih instrumenata daje investitorima širok izbor investicionih mogućnosti. Svaka od ovih mogućnosti je povezana sa odgovarajućim prinosom, rizikom i ročnošću.

Tabela 1: Primjer javnih ponuda na banjalučkoj berzi (2012. godina)

Javna emisija akcija	Broj akcija	Početna cijena	Postignuta cijena	Vrijednost
Uni Credit Bank a.d. B.Luka	375	700,00	590,00	221.250,00
Hypo Alpe Adria Bank a.d. B.Luka	25.600	1,00	0,50	12.800,00
Aerodromi Rep.Srpske a.d. B.Luka	94.067	1,00	0,18	16.932,06
Meridian a.d. B.Luka	125.500	1,00	0,65	81.575,00
Jahorina OC a.d. Pale	3.000.015	1,00	1,00	3.000.015,00
ZTC Banja Vrućica a.d. Teslić	1.600.000	1,00	0,47	752.000,00

*Izvor:www.blberza.ba*

U prethodnoj tabeli je dat kratak prikaz primjera javnih ponuda na banjalučkoj berzi kroz uporedan prikaz početne i postignute cijene akcija navedenih emitenata. Tako je vidljivo da je Uni Credit Bank a.d. Banja Luka imala mnogo veću postignutu cijenu u odnosu na početnu. Slična tendencija je bila i kod Hypo Alpe Adria Bank a.d. Banja Luka. Kod Jahorina OC a.d. Pale i ZTC Banja Vrućica a.d. Teslić postignuta cijena je bila ravna početnoj cijeni.

Jedan od najpogodnijih i najraširenijih koncepata koji se mogu primijeniti u stratejskom upravljanju razvojem primarnog tržišta kapitala jeste SWOT analiza. Radi se o konceptu koji obuhvata četiri (4) faktora koje treba sagledati da bi se utvrdio način za postizanje određenog strateškog cilja koji je utvrđen u vezi sa planiranim razvojem primarnog tržišta kapitala. Radi se o sljedećim faktorima: snage (strengths), slabosti (weaknesses), prilike (opportunities) i prijetnje (threats).

SWOT analiza ima zadatak da procijeni koliko je primarno tržište kapitala Bosne i Hercegovine sposobno da koristi mogućnosti, te da zaustavi ili preusmjeri opasnosti. Takođe, treba da ukaže i kako se odgovarajućim upravljanjem primarnim tržištem kapitala prevazilaze eventualne opasnosti za dalji razvoj. Zadatak navedene analize je i da otkrije određene potencijalne skrivene resurse koji kasnije mogu doprinijeti iskorišćavanju postojećih mogućnosti i izbegavanju potencijalnih opasnosti kada je u pitanju razvoj primarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini.

Ono što je aktuelno, jeste to da je primarno tržište kapitala Bosne i Hercegovine (kao i sekundarno tržište kapitala) pod snažnim uticajem postojeće globalne ekonomske i finansijske krize što je gotovo u

potpunosti zaustavilo njegov dalji razvoj. Naravno, to u značajnoj mjeri smanjuje ostvarivanje određenih mogućnosti i šansi koje su stajale na raspolaganju prije nastupanja globalne krize. Ipak, postoji potreba i za integralnim sagledavanjem svih potencijalnih mogućnosti koje bi bile ostvarljive makar i u periodu poslije iščezavanja efekata ekonomske i finansijske krize.

Tabela 2: Swot analiza u razvoju primarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini

<b>SNAGE</b>	<b>SLABOSTI</b>
Spremnost finansijskih institucija da se aktivno uključe u razvoj primarnog tržišta kapitala	Svjetska ekonomska i finansijska kriza
Spremnost entitetskih Vlada za dijalog sa finansijskim institucijama u vezi prilagodavanja zakonske regulative	Nedovoljno kvalitetna zakonska regulativa
Integrisanost tržišta kapitala u postojeći društveno-ekonomski sistem	Nedovoljna razvijenost instrumenata primarnog tržišta kapitala
	Na primarnom tržištu kapitala se traži investitor (strateški partner) a ne kapital
<b>MOGUĆNOSTI</b>	<b>PRIJETNJE</b>
Donošenje kvalitetnog Zakona o instrumentima primarnog tržišta kapitala na nivou države BiH	Političke prepreke
Razvijenije korporativno upravljanje	Uključivanje stranih špekulanata na primarno tržište kapitala
Mogućnost da finansijske institucije prestrukturiraju svoju likvidnu aktivu kroz emisije vlastitih hartija od vrijednosti	Izraženije manifestacije svjetske ekonomske i finansijske krize

Iz prethodne tabele je vidljivo da najveće mogućnosti za dalji razvoj primarnog tržišta kapitala leže u poboljšanju zakonske regulative, razvijenijem korporativnom upravljanju i prestrukturiranju likvidne aktive kroz emisije hartija od vrijednosti. Glavne prijetnje se odnose na političke prepreke kao i na efekte svjetske ekonomske i finansijske krize.

### 2.1.2. Analiza jaza (GEP-a) i razvoj primarnog tržišta kapitala

Primarno tržište kapitala je tržište „novih emisija“. Riječ je o prikupljanju sredstava prodajom novih hartija od vrijednosti. Radi se o kretanju sredstava od kupaca (investitora) ka izdavateljima (emitentima) hartija od vrijednosti. Zbog toga je značajno sagledati mogućnost primjene određenih tehnika stratejskog menadžmenta u razvoju primarnog tržišta kapitala. Analiza jaza (GEP-a) je značajan koncept stratejskog upravljanja koji se može u dobroj mjeri primjeniti za utvrđivanje mogućnosti privrednog rasta i razvoja primarnog tržišta kapitala. Svrha ove tehnike je

da se za duži period (5-10) godina utvrde određeni konkretni projektovani strateški ciljevi u razvoju primarnog tržišta kapitala te da se utvrdi jaz između tako projektovanih ciljeva i ciljeva u pogledu odgovarajućeg razvoja tržišta kapitala.

Cilj primjene ove tehnike je da se utvrdi budući položaj primarnog tržišta kapitala u okviru finansijskog tržišta te da se vrši upoređivanje sa sadašnjim položajem i na osnovu toga da se kreiraju odgovarajuće strategije za popunjavanje jaza između sadašnjeg i željenog stanja.

Najznačajniji koraci koji se trebaju preduzeti u pogledu primjene navedenog koncepta odnose se uglavnom na definisanje sadašnje pozicije primarnog tržišta kapitala u okviru kompletnog finansijskog tržišta Bosne i Hercegovine, utvrđivanje gdje će primarno tržište kapitala biti ukoliko se nastavi sa sadašnjim tj postojećim tendencijama (određivanje ekstrapoliranih ciljeva), sagledavanje projektovanih ciljeva odnosno utvrđivanje gdje se želi da bude primarno tržište kapitala u tačno određenoj budućnosti, utvrđivanje jaza (GEP-a) između projektovanih i ekstrapoliranih ciljeva u pogledu razvoja primarnog tržišta kapitala, projekciju adekvatnih programa za popunjavanje utvrđenog jaza kao i definisanje seta kontrolnih tačaka odnosno mehanizama kontrole a sve u cilju ispunjenja definisanog jaza.

Sadašnja pozicija primarnog tržišta kapitala u okviru finansijskog tržišta Bosne i Hercegovine nije u potpunosti zadovoljavajuća. Primarno tržište kapitala je nešto nerazvijenije u odnosu na postojeće sekundarno tržište kapitala.

Analizirajući evropske standarde razvoja, primarno tržište kapitala u Bosni i Hercegovini nije ni blizu ispunjenja ovih standarda. Zbog toga je bitno pokušati neutralizovati određene faktore koji uzrokuju datu situaciju. Mnogo je faktora koji utiču na stanje u kome se nalazi primarno tržište kapitala u Bosni i Hercegovini: a) svjetska ekonomska i finansijska kriza; b) potencijalna politička nestabilnost; c) nedovoljno dobra zakonska regulativa koja reguliše tržište kapitala; d) moguća pojava stranih špekulanata na primarnom tržištu kapitala; e) nerazvijena svijest kod finansijskih institucija o potrebi postojanja razvijenog primarnog tržišta kapitala.

U narednoj fazi primjene koncepta analize jaza (GEP-a) neophodno je ukazati gdje će primarno tržište kapitala biti ako se nastavi sa postojećim tendencijama u pogledu njegovog daljeg razvoja. Drugim riječima potrebno je utvrditi ekstrapolirane ciljeve<sup>7</sup>.

Ukoliko se ne uspiju neutralizovati prethodno navedeni faktori koji negativno utiču na razvoj primarnog tržišta kapitala moglo bi se predvidjeti nezadovoljavajuće stanje ovog dijela finansijskog tržišta u budućnosti. To stanje bi imalo sljedeće karakteristike:

---

<sup>7</sup> Đuričin Dragan, Janošević Stevo: *"Menadžment i strategija"*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006, str. 87

- ❖ razlike u pogledu stepena razvijenosti primarnog tržišta kapitala i sekundarnog tržišta kapitala kao integralnih dijelova finansijskog tržišta u Bosni i Hercegovini;
- ❖ nezavidan i skroman ukupni promet koji bi se odvijao na primarnom tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini;
- ❖ postojanje neodgovarajuće zakonske regulative koja ne motiviše finansijske subjekte da nastupaju na primarnom tržištu kapitala;
- ❖ upotreba samo jednog ograničenog broja odgovarajućih instrumenata tržišta kapitala.

Potrebno je da se prilikom primjene tehnike analize jaza (GEP-a) utvrde i projektovani ciljevi u budućnosti odnosno da se utvrdi kakvo primarno tržište kapitala Bosne i Hercegovine želimo u budućnosti. Projektovani ciljevi se odnose u stvari na željene ciljeve u pogledu budućeg razvoja primarnog tržišta kapitala.

Kada je u pitanju primarno tržište kapitala BiH, mogu se izdvojiti određeni projektovani ciljevi: a) relativno ravnomjerna razvijenost primarnog tržišta kapitala i sekundarnog tržišta kapitala kao integralnih dijelova finansijskog tržišta Bosne i Hercegovine što bi vodilo optimalnom razvoju datog finansijskog tržišta; b) postojanje adekvatne zakonske regulative koja bi motivisala finansijske subjekte da nastupaju na tržištu kapitala; c) eliminacija ili ublažavanje efekata po osnovu dejstva svjetske ekonomske i finansijske krize; d) mnogo veća emisija instrumenata primarnog tržišta kapitala od strane finansijskih institucija u Bosni i Hercegovini; e) ispunjenost svih potrebnih evropskih standarda u pogledu razvijenosti primarnog tržišta kapitala.

Pažljivom analizom jasno uočavamo razliku između ekstrapoliranih i projektovanih (željenih) ciljeva.

Ekstrapolirani ciljevi prezentuju u stvari poziciju gdje će biti primarno tržište kapitala Bosne i Hercegovine imajući u vidu sadašnje razvojne tendencije dok projektovani ciljevi prezentuju željeno stanje primarnog tržišta kapitala. U nastavku se daje jasan i uporedan prikaz između ove dvije vrste ciljeva.

Tabela 3.: Uporedan prikaz ekstrapoliranih i projektovanih ciljeva u razvoju primarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini

<b>EKSTRAPOLIRANI CILJEVI</b>	<b>PROJEKTOVANI CILJEVI</b>
Neravnomjerna razvijenost primarnog i sekundarnog tržišta kapitala	Ravnomjerna razvijenost primarnog tržišta kapitala i sekundarnog tržišta kapitala
Odsustvo adekvatne zakonske regulative za nastup finansijskih institucija na primarnom tržištu kapitala	Postojanje adekvatne zakonske regulative koja motiviše finansijske subjekte za nastup na primarnom tržištu kapitala

Negativno dejstvo svjetske ekonomske i finansijske krize	Amortizovano negativno dejstvo svjetske ekonomske i finansijske krize
Skromna emisija instrumenata primarnog tržišta kapitala	Povećana emisija instrumenata primarnog tržišta kapitala
Udaljenost od evropskih standarda u pogledu razvoja primarnog tržišta kapitala	Dostignutost evropskih standarda u pogledu razvoja primarnog tržišta kapitala

Nakon utvrđivanja razlike između ekstrapoliranih i projektovanih ciljeva u pogledu razvoja primarnog tržišta kapitala, neophodno je utvrditi adekvatne programe kojima bi se popunio jaz između navedenih ciljeva. Programi koji su prilagođeni i relevantni za popunu ovog jaza su sljedeći:

- ❖ kontinuiran dijalog entitetskih Vlada i relevantnih finansijskih institucija u pogledu donošenja adekvatne zakonske regulative koja reguliše primarno tržište kapitala u Bosni i Hercegovini;
- ❖ ravnomjerno razvijeno primarno i sekundarno tržište kapitala kao integralnih dijelova finansijskog tržišta;
- ❖ podizanje svijesti među finansijskim institucijama o potrebi postojanja razvijenog primarnog tržišta kapitala u cilju podizanja njihovih finansijskih koristi;
- ❖ intenzivan monitoring primarnog tržišta kapitala u cilju sprečavanja narušavanja istog usljed djelovanja špekulanata;

U posljednjoj fazi primjene tehnike odnosno koncepta analize jaza (GEP-a) u razvoju primarnog tržišta kapitala, neophodno je utvrditi kontrolne mehanizme odnosno kontrolne tačke koje bi doprinijele ispunjenju navedenog jaza između ekstrapoliranih i projektovanih ciljeva.

## **2.2. Sekundarno tržište kapitala**

Sekundarna finansijska tržišta omogućavaju vlasnicima da prodaju kupljene instrumente prije njihovog dospijeca. Dakle, na sekundarnom tržištu kapitala se obavlja promet već ranije emitovanim vrijednosnim papirima koji su u ruke investitorima došli nakon njihove prodaje na primarnom tržištu kapitala. Uslov obavljanja trgovine na sekundarnom tržištu kapitala jeste da se sretnu najmanje dva učesnika istih interesa (zarada) a različitih motiva (kupovina, prodaja). Iako se prometovanjem finansijskih instrumenata na sekundarnom tržištu ne prikuplja dodatni kapital za njihove izdavaoce, njihovo postojanje je od presudnog značaja za primarna tržišta dugoročnih instrumenata<sup>8</sup>. To je posebno važno kod akcija, jer se one izdaju na neograničeno vrijeme. Mogućnost da se neki instrument proda prije dospijeca povećava njegovu atraktivnost, tako da se kao kupci dugoročnih instrumenata mogu pojaviti i investitori koji imaju kratkoročne viškove sredstava.

---

<sup>8</sup> Cornett & Saunders: "Fundamentals of financial institutions management", Irwin/Mc Graw-Hill, Singapore, 1999. str. 104

Pored obezbjeđivanja likvidnosti, sekundarna tržišta igraju važnu ulogu u vrednovanju finansijskih instrumenata. Stoga se velika pažnja poklanja redovnom objavljivanju informacija o poslovanju emitenta. Tako će investitori na tržištu kapitala sa velikom pažnjom iščekivati finansijske izvještaje akcionarskih društava, jer će rezultati poslovanja u velikoj mjeri uticati na cijenu akcija. Veoma zanimljiva podjela vezana je za preovlađujuća kretanja cijena na tržištu. Jedna od najvažnijih karakteristika tržišta je cikličnost, odnosno smjenjivanje uzlaznih i silaznih perioda. Rastuća tržišta karakteriše sveprisutni optimizam koji podstiče rast cijena većine akcija. Opadajuća tržišta se vezuju za recesije, kada dolazi do pada ekonomske aktivnosti i profitabilnosti poslovanja. Inače, u anglosaksonskoj literaturi rastuća tržišta se obično nazivaju „tržištem bikova“ (bull market), a opadajuća „tržištem medvjeda“ (bear market). Nazivi potiču od načina na koji ove životinje napadaju (bikovi - odozdo prema gore nastojeći da protivnika zakače rogovima, a medvjedi - odozgo prema dolje nastojeći da zaskoče protivnika i obore ga na zemlju).

Investitori su tada pesimistični u pogledu budućeg razvoja događaja. Oni sa „najtanjim živcima“ spremni su često da prodaju akcije ispod „razumne“ cijene. Opšti pad cijena često dovodi do potcijenjenosti većine akcija, što stvara preduslove za otvaranje novog uzlaznog ciklusa. Potcijenjenost nije jedini pokretač uzlaznog tržišta. Mnogo važnije su promjene koje se tiču prevazilaženja uzroka koji su doveli do krize. Posebno su važne one koje se odnose na nove tehnologije, organizovanje preduzeća i regulaciju finansijskog tržišta.

Najvažnije funkcije sekundarnog tržišta kapitala su:

- ❖ Obezbjeđenje likvidnosti kroz brzu konverziju hartija od vrijednosti u najlikvidniji oblik aktive (novčana sredstva), uz relativno niske transakcione troškove i bez većeg uticaja na cijene hartija od vrijednosti. Likvidnost hartija od vrijednosti na sekundarnom tržištu ima nekoliko aspekata posmatranja: širinu, dubinu, brzinu, elastičnost i homogenost.
- ❖ Sekundarna tržišta kapitala u kratkom roku daju informacije o visini cijene hartije od vrijednosti, to jest vrše otkriće cijene, koje podrazumijeva utvrđivanje sadašnje vrijednosti očekivanog budućeg novčanog toka.
- ❖ Smanjenje transakcionih troškova, koje se postiže kroz djelovanje efekata ekonomije obima. U osnovi to su troškovi koji nastaju usljed nepotpunog znanja i ograničenih mogućnosti predviđanja.

Kada se govori o organizaciji sekundarnog tržišta kapitala, možemo istaći da ono može biti organizovano kao berzansko ili vanberzansko tržište. Ako govorimo o metodama trgovanja na sekundarnom tržištu kapitala, razlikuju se dva osnovna metoda:

- kontinuirana trgovina koja dozvoljava tržišnim učesnicima da obave transakciju uvijek kada postignu sporazum o visini cijene hartija od vrijednosti;
- periodična ili diskontinuirana trgovina koja se odvija samo u vremenu koje određuje tržište.

### **2.2.1. Benchmarking u razvoju sekundarnog tržišta kapitala**

Intenzivniji razvoj sekundarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini nužno nameće pitanje primjene provjerenih tehnika odnosno koncepata koji mogu značajno doprinijeti njegovom bržem razvoju. Iako je stvoren određen regulatorni okvir za dalji razvoj tržišta kapitala u BiH, potrebno je kontinuirano raditi na njegovom prilagođavanju a u skladu sa novonastalim tržišnim uslovima. Zbog toga je od posebnog značaja sagledati mogućnost primjene benchmarking-a kao koncepta strategijskog menadžmenta koji se može u značajnoj mjeri implementirati u strategijskom upravljanju razvojem sekundarnog tržišta kapitala<sup>9</sup>. Riječ je o komparativnoj analizi pomoću koje se može vršiti komparacija ili poređenje razvoja određenog nacionalnog sekundarnog tržišta kapitala sa razvojem drugih nacionalnih sekundarnih tržišta kapitala. Benchmarking kao tehnika je u stvari sagledavanje najboljih primjera u praksi. Konkretno kada se radi o razvoju određenog nacionalnog sekundarnog tržišta kapitala, neophodno je porediti dato sekundarno tržište kapitala sa najuspješnijim nacionalnim sekundarnim tržištima kapitala. Za sekundarno tržište kapitala Bosne i Hercegovine je neophodno izvršiti poređenje odnosno komparativnu analizu sa drugim sekundarnim tržištima kapitala koja su postigla znatno veći uspjeh u pogledu intenziviranja svog razvoja. Kada se govori o implementaciji benchmarking-a kao koncepta strategijskog upravljanja u razvoju sekundarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini treba istaći da tu moramo razlikovati dva bitna aspekta:

- sveobuhvatan i stalan proces poređenja razvoja sekundarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini sa razvojem izabраних uspješnijih nacionalnih sekundarnih tržišta kapitala
- primjena najefikasnijih rješenja u pogledu razvoja drugih sekundarnih tržišta kapitala sa kojima je vršeno poređenje

Efektivno poređenje razvoja sekundarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini može se vršiti kako sa drugim nacionalnim sekundarnim tržištima kapitala u bivšoj Jugoslaviji, širem regionu zapadnog Balkana kao i u pojedinim dijelovima Evropske Unije. Primjena benchmarking-a se može odvijati u pet (5) faza:

- ❖ Identifikacija segmenata sekundarnog tržišta kapitala koji će se porediti;
- ❖ Analiza i konstatacija stanja sekundarnog tržišta kapitala BiH u pogledu onih segmenata koji će biti predmet poređenja;
- ❖ Analiza i konstatacija stanja drugih sekundarnih tržišta kapitala sa kojima se vrši poređenje a u pogledu segmenata koji su predmet poređenja;
- ❖ Identifikovanje korektivnih aktivnosti koje će doprinijeti dostizanju efikasnih rješenja primjenjenih od strane razvojno mnogo

---

<sup>9</sup> Stephen P. Robbins: "Fundamentals of Management", *Third Canadian Edition*, 2005, str. 165

uspješnijih sekundarnih tržišta kapitala u pojedinim segmentima sekundarnog tržišta kapitala;

- ❖ Stalno poboljšanje stanja sekundarnog tržišta kapitala u BiH

Primjena benchmarking-a kao tehnike strategijskog menadžmenta ima veliki značaj u razvoju sekundarnog tržišta kapitala BiH jer se pomoću ovog koncepta mogu primjeniti najbolja rješenja koja postoje u slučaju drugih uporedivih sekundarnih tržišta kapitala. Za sekundarno tržište kapitala u Bosni i Hercegovini bilo bi od esencijalnog značaja da se izvrši odgovarajuće poređenje sa nacionalnim sekundarnim tržištima kapitala Slovenije i Njemačke.

**Slovenija** je država koja je prošla kroz proces transformacije od društvene svojine ka potpuno liberalizovanom tržištu. To je članica EU u kojoj je tranzicioni i privatizacioni proces potpuno završen. Privatizacioni proces je završen što je značajno uticalo na razvoj tržišta kapitala. Rezultat toga je da su se nekadašnja društvena preduzeća nakon privatizacije pojavila na finansijskom tržištu i počela tržišno djelovati.

Slovenija ima zakonski potpuno uređeno sekundarno tržište kapitala po svim njegovim segmentima. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti u Slovenije je usklađen sa svim standardima Evropske Unije što je rezultiralo liberalizacijom u ovoj oblasti.

Bosna i Hercegovina nema u potpunosti usklađene zakone na entitetskim nivoima koji regulišu datu oblast. To se odnosi na određena ovlaštenja učesnika na tržištu hartija od vrijednosti kao i na pitanja njihovog nadzora. Postoji značajna potreba za potpunu usklađenost Zakona o tržištu hartija od vrijednosti na entitetskim nivoima. Inače, likvidnost na sekundarnom tržištu kapitala u Sloveniji je na znatno većem nivou nego u BiH ali pri tome i sama Slovenija ima ogroman zaostatak u odnosu na najlikvidnija sekundarna tržišta kapitala (Njemačka, Francuska itd).

**Njemačka** je država u kojoj je likvidnost sekundarnog tržišta kapitala znatno iznad likvidnosti sekundarnih tržišta kapitala tranzicionih država. Za sagledavanje likvidnosti i efikasnosti tržišta kapitala pogodan je odnos ukupnog prometa i prosječne tržišne kapitalizacije ( $Tn/Mktp$ ). Tokom 2007. godine u Njemačkoj  $Tn/Mktp$  iznosio oko 218% što je jedan od najviših procenata u Evropi. U Bosni i Hercegovini navedeni procenti su bili na znatno nižem nivou i sa izraženim negativnim trendom (2007. g. 4,40%). Veći nivo nelikvidnosti neposredno vodi povećanom riziku ulaganja, pri čemu su investitori suočeni s mogućnošću većih gubitaka, ali i ostvarivanja viših prinosa nego na likvidnim tržištima. Investitori se na tržištima tranzicionih zemalja ne mogu pouzdati da će u svakom trenutku moći obaviti transakciju bez veće promjene cijene. Navedena nelikvidnost sprečava veći dotok kapitala te čini prepreku u daljnjem razvoju sekundarnog tržišta kapitala, što znači da je likvidnost ključni faktor razvoja tržišta kapitala. Nelikvidnost tržišta se ogleda uglavnom u značajnim promjenama cijena akcija, što je sa stanovišta transakcionih troškova znatan rizik za investitore.



Rezultati izvršene analize ukazuju da tranzicionim zemljama (među kojima je i Bosna i Hercegovina) predstoji mukotrpan posao na dostizanju evropskih standarda u razvoju sekundarnog tržišta kapitala. Za Bosnu i Hercegovinu je ključno donošenje adekvatne zakonske regulative u pogledu svih segmenata sekundarnog tržišta kapitala pri čemu je važno uspostaviti potpunu usklađenost sa zakonskom regulativom koja važi u zemljama Evropske Unije, uz potpuno uvažavanje postojanja entitetske regulative u ovoj oblasti. To je neophodan ali ne i dovoljan uslov za dostizanje željenog stepena razvoja sekundarnog tržišta kapitala.

### **2.2.2. Životni ciklus proizvoda i razvoj sekundarnog tržišta kapitala**

Svako sekundarno tržište kapitala prolazi kroz određene razvojne faze. Zato je neophodno sagledati specifičnosti svake od tih faza razvoja. U ekonomskoj literaturi često se ističe da preduzeća, proizvodi i tržišta imaju određene životne cikluse. Koncept životnog ciklusa se može adekvatno primjeniti i na sekundarno tržište kapitala. Sličan je slučaj i sa sekundarnim tržištem kapitala u Bosni i Hercegovini. Značajno je ukazati da postoji nekoliko ključnih faza kroz koje može proći konkretno sekundarno tržište kapitala. To su: a) rađanje tržišta; b) rast tržišta; c) sazrijevanje tržišta; d) starenje tržišta; e) umiranje tržišta.

U fazi rađanja je neophodno definisati šta je svrha postojanja određenog sekundarnog tržišta kapitala, utvrditi koje je mjere neophodno preduzeti u pravcu intenzivnijeg razvoja navedenog sekundarnog tržišta kapitala kao i utvrditi načine na koje se može postići intenziviranje razvoja. Svrha postojanja sekundarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini sastoji se u stvaranju povoljnog ambijenta i preduslova za trgovanje dugoročnim finansijskim instrumentima na sekundarnom tržištu kapitala. Značajniji razvoj sekundarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini podrazumijeva potpuno usklađivanje zakonske regulative koja reguliše oblast sekundarnog tržišta kapitala sa regulativom u Evropskoj Uniji.

U fazi rasta treba doći do značajnog povećanja značaja sekundarnog tržišta kapitala u finansijskom sistemu Bosne i Hercegovine što bi se posebno ogledalo u značajnom povećanju tržišne kapitalizacije i prometa na berzanskom tržištu. U ovoj fazi posebno treba doći do izražaja povećanje efikasnosti, efektivnosti i likvidnosti postojećeg sekundarnog tržišta kapitala odnosno promet na berzama treba da bude zastupljen u što većem procentu u odnosu na postojeću tržišnu kapitalizaciju. U ovoj fazi nema značajnijih promjena i u prvi plan izbijaju samo nove razvojne mogućnosti koje stoje na raspolaganju u razvoju sekundarnog tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini.

U fazi sazrijevanja nacionalno sekundarno tržište kapitala posjeduje neophodnu sposobnost prilagođavanja prema svim promjenama<sup>10</sup>. Za ovu fazu je karakteristična orijentacija ka rezultatima kao i pravljenje jasno

---

<sup>10</sup> EU Commission: "The EU Economy", *Rewiew, Brussels*, 2002, str. 39

definisanih planova koji se potom nastoje efektivno realizovati. Za sekundarno tržište kapitala u ovoj fazi je karakteristična izražena stabilnost prometa bez jačih fluktuacija. Efikasnost, efektivnost i likvidnost sekundarnog tržišta kapitala su na stabilnom nivou bez tendencije značajnijeg pada investicija.

U fazi starenja nacionalno sekundarno tržište kapitala gubi neophodnu sposobnost prilagođavanja u odnosu na promjene koje su prisutne u ekonomskom okruženju. Dolazi do urušavanja stabilnosti sekundarnog tržišta kapitala koja je bila karakteristična za prethodnu fazu životnog ciklusa, fazu sazrijevanja.

Za ovu fazu je karakterističan značajno izražen pad prometa na sekundarnom tržištu kapitala kao i intenzivan pad investicionih aktivnosti. U fazi umiranja nema više značajnijih razloga za postojanje određenog nacionalnog sekundarnog tržišta kapitala.

### ZAKLJUČAK

Tržište kapitala treba da bude u funkciji privrednog razvoja i stvaranja ambijenta pogodnog za ulaganje domaćih, a pogotovo stranih investitora. Zato je potrebno raditi na unapređenju ekonomske situacije nacionalne ekonomije. Dobro razvijeno tržište kapitala predstavlja veoma suptilan i visoko organizovan model savremenog finansijskog sistema, koji dovodi do brže mobilizacije i alokacije finansijskih sredstava, što predstavlja izuzetno važan faktor od koga zavisi stepen razvoja ukupne nacionalne ekonomije. Značaj tržišta kapitala je posebno bitan u poticanju efikasnosti privrednih subjekata, a samim tim i efikasnosti cijele nacionalne privrede. Ta funkcija je posebno povezana sa berzom akcija kao tržišta za kontrolu preduzeća. Berze akcija nisu samo mjesta na kojima se vrši kupovina i prodaja hartija od vrijednosti. To je i mjesto za mjerenje efikasnosti poslovanja i upravljanja privrednih subjekata. Zato se često ovo tržište naziva i tržište za kontrolu preduzeća (market for corporate control). Ako neko preduzeće počne da ostvaruje loše poslovne rezultate, onda će doći do pada cijena njegovih akcija.

Postojanje tržišta za kontrolu preduzeća ima veliki posao i uticaj na funkciju menadžera. Kompenzacije menadžera upravo i zavisi od uspjeha na ovom tržištu. Menadžeri su prisiljeni da poštuju osnovni cilj poslovanja a to je maksimiranje profita. Tako postojanje mehanizma tržišta za kontrolu preduzeća na taj način doprinose razvoju tržišta menadžera i konkurencije između njih, u smislu što boljeg ostvarenja cilja preduzeća.

**STRATEGIC MANAGEMENT AND CAPITAL MARKET DEVELOPMENT**  
**Professor Slobodan S. Župljanin PhD; professor Mladenka Balaban**  
**PhD**

**Abstract:** The development of capital markets and financial markets are inseparable whole and they interact in a feedback loop. Accordingly, coordinated development of the market provides a stable economic development. Less developed countries are simultaneously facing the underdeveloped capital markets and money

markets, and the need for faster growth, which request greater knowledge and rich experience that they have. Different positions in the long run lead to the deepening of the gap between developed and developing countries. BiH as a small, open and underdeveloped countries face the same challenges and it is important to devote sufficient attention to the further development of capital markets in order to exploit the existing potential for development of the country. Establishment of a national capital market is not possible without state intervention. The state is the one who brings the necessary regulations, controls and interventions on market. In the initial phase of development of the capital market must be made mass issuance of securities (primary market) to ensure a minimum amount of securities for trading on the secondary market. When the market starts, it is necessary to control (supervision) over the functioning of the same. Overstressed control can stifle the market, but too much liberalization can lead to misuse and fraud, and ultimately to the collapse of the market. This is not meant to controls to prevent financial crime, because he finds its ways in all systems of market regulation.

**Keywords:** *capital market, bonds, shares, legislation, management.*

### LITERATURA

1. Cornett & Saunders: "Fundamentals of financial institutions management", *Irwin/Mc Graw-Hill*, Singapore, 1999.
2. Đuričin Dragan, Janošević Stevo : "*Menadžment i strategija*", Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.
3. EU Commission: "The EU Economy", *Rewiew, Brussels*, 2002.
4. French K. and Poterba J.M.: "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Rewiew*, 1991.
5. Milisavljević M., Todorović J. : "Planiranje i razvojna politika preduzeća", *Savremena administracija*, Beograd, 1995.
6. Stephen P.Robbins: "Fundamentals of Management", *Third Canadian Edition*, 2005.
7. Thorsten Beck: "Stock markets, banks and economic development: theory and evidence", *EIB Papers*, 2003 hr