

GLOBALIZACIJA NA BALKANU: ZONA SLOBODNE TRGOVINE I PERSPEKTIVE PRIVLAČENJA KRUPNIH INSTITUCIONALNIH INVESTITORA NA DOMAĆE TRŽIŠTE KAPITALA

Globalization in the Balkans: Free Trade Agreement and the Perspectives of Attracting Large Institutional Investors on the Domestic Capital Market

ABSTRACT In order to take advantage of potentially positive effects that free trade flows have on economic growth, eight countries from South-East Europe united to create a regional free trade agreement. Significant market enlargement, cancellation of customs, tariffs and other export barriers create favorable opportunities for the development and growth of domestic companies. What is more, new sources of growth and development for local enterprises, as well as intensified competition, result in increased attractiveness of the region for large international investors. On the other hand, in order to take advantage of the presence of large international investors on the domestic market, it is very important to have in function a stable and rational financial system. Again, it is questionable how to develop in the most efficient way, at the moment, our underdeveloped financial market. A complementary solution is to attract large institutional investors on the domestic market, on one hand, and the foundation of domestic ones, on the other, in order to achieve a significant enlargement of the market liquidity as the basic determinant of its future development.

KEY WORDS *free trade agreement, investments, institutional investors, market liquidity*

APSTRAKT S ciljem potpunijeg korišćenja potencijalno pozitivnih efekata koje slobodni trgovinski tokovi imaju na privredni razvoj, osam zemalja Jugoistočne Evrope je pristupilo osnivanju regionalne zone slobodne trgovine. Značajno povećanje tržišta, ukidanje carina i drugih izvoznih barijera pružaju povoljne prilike za rast i razvoj domaćih preduzeća. Štaviše, novi izvori rasta i razvoja za preduzeća u regionu, ali i intenzivirana konkurencija utiču na rast atraktivnosti regiona za krupne finansijske investitore iz inostranstva. Da bi se, s druge strane, maksimizirali pozitivni efekti dolaska krupnih ino-investitora na domaće tržište, veoma je važno raspolagati stabilnim i racionalnim finansijskim sistemom. S druge

strane, postavlja se pitanje kako što efikasnije razviti za sada nerazvijeno domaće finansijsko tržište. Jedno od komplementarnih rešenja je osnivanje domaćih i privlačenje krupnih inostranih institucionalnih investitora radi značajnijeg povećanja likvidnosti tržišta kao osnovne determinante njegovog budućeg razvoja.

KLJUČNE REČI *zona slobodne trgovine, investicije, institucionalni investitori, tržišna likvidnost*

1. Globalizacija svetske ekonomije

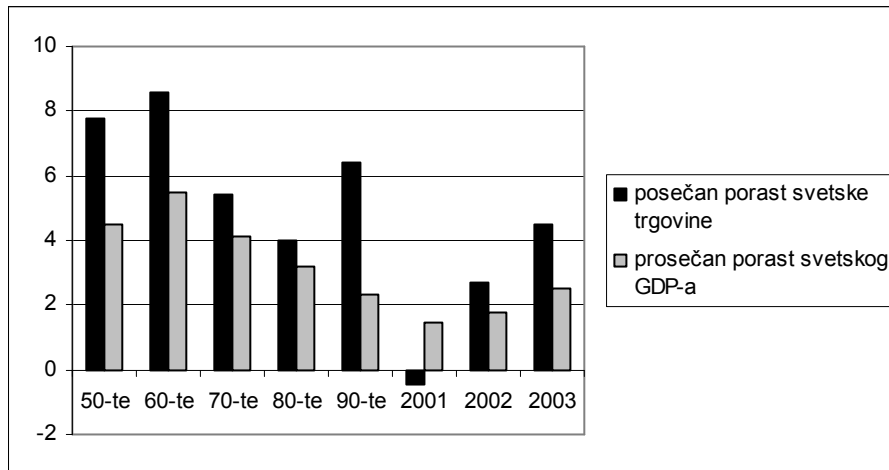
Proces ekonomske globalizacije karakteriše eliminisanje međunacionalnih barijera radi neometanog i brzog protoka proizvoda, usluga i faktora proizvodnje. Radi se o formiranju jedinstvenog, odnosno integrisanog svetskog tržišta, čijim stvaranjem bi se značajno snizili transakcioni troškovi i ubrao proces međunarodne razmene. Proces globalizacije se shvata i šire, kao evolutivni tok u razvoju čovečanstva kojim se približavaju različiti narodi harmonizacijom kulturnih, religijskih, tradicionalnih i drugih razlika.¹ Na polju ekonomije, u poslednjih dvadesetak godina prihvaćeni su različiti međunarodni trgovinski sporazumi (pod pokroviteljstvom ex GATT-a, danas WTO-a) na polju liberalizacije svetske trgovine (Urugvajska runda), smanjenja ili čak, u nekim slučajevima, potpunog napuštanja kontrole kretanja kapitala na nacionalnom nivou. Napori za dalju liberalizaciju nastavljaju se i danas.²

Kada je ekonomija u pitanju, proces globalizacije se jasno manifestuje kroz duplo brži rast svetske trgovine od proizvodnje (grafikon 1).

¹ Iako se ne mogu meriti na isti način, neki drugi pojavni oblici globalizacije su možda još interesantniji od gore navedenih. Na primer, povećana konzumacija proizvoda istih kompanija koji su raspoloživi na bilo kojem kraju sveta. Štaviše, tehnologije koje se koriste u proizvodnji ovih proizvoda se sve više standardizuju i na taj način postaju široko raspoložive. Iznad svega, ova znanja postaju zajedničko vlasništvo celokupnog čovečanstva. Međutim, i danas postoje oblasti u kojima je proces globalizacije nekompletan. Tu se, pre svega, misli na ograničenja po pitanju migracije radne snage (posebno nekvalifikovane), zatim na postojanje nacionalnih, običajnih, kulturnih i verskih barijera.

² Međutim, postoje i druga gledišta o ulozi međunarodnih trgovinskih sporazuma u svetskim integrativnim procesima. Prema Čomskom, globalizacija je rezultat procesa kojim moćne vlade, naročito vlada SAD-a, prisiljavaju druge države da "progutaju raznorazne trgovačke ugovore i sporazume ne bi li velikim korporacijama bilo lakše da dominiraju ekonomijama širom sveta bez obaveza prema narodima tih država". Prema njegovom mišljenju, taj proces nije nigde očigledniji nego u stvaranju bretonvudskih institucija, a naročito Svetske trgovinske organizacije devedesetih (Čomski, 1999).

Grafikon 1: Dinamika rasta svetske proizvodnje i trgovine (u %)



Izvor: WTO, 2003, International Trade Statistics, www.wto.org; WTO, World Trade 2003, Prospects for 2004, Press Realise, 373, 5 April 2004.

Bitna karakteristika savremenih trgovinskih tokova je značajan porast broja regionalnih integracija u vidu zona slobodne trgovine. Zona slobodne trgovine podrazumeva ugovorni odnos dve ili više zemalja, na bilateralnoj ili multilateralnoj osnovi, kojim se ukidaju carine i smanjuju necarinske barijere. Cilj liberalizacije trgovinskih tokova je stvaranje ekonomskih i političkih uslova za neometano kretanje robe i usluga među zemljama potpisnicama. Na taj način se, usled dramatičnog pada troškova trgovanja, omogućuje ekspanzija trgovinskih tokova u veoma kratkom roku.

Na tabeli 1 se može videti da se broj regionalnih integracija u poslednjih dvadesetak godina značajno povećao. U najvećem broju sporazuma su, kao što se vidi na tabeli, učesnice zemlje u razvoju (ZUR) i zemlje u tranziciji iz Centralne i Istočne Evrope (ZUT).³

³ Događaj koji je prethodio značajnom porastu broja regionalnih integracija je završetak hladnog rata, odnosno raspad sporazuma preferencijalne trgovine zemalja članica Varšavskog pakta. Dosledno su, s ciljem što bržeg uključivanja u savremenu podelu rada, bivše komunističke zemlje stupile u regionalno trgovinsko integrisanje. Regionalno usaglašavanje spoljnotrgovinskih politika je preduslov uspešne harmonizacije zakonodavstva i procedure poslovanja sa evropskim standardima.

Tabela 1: Regionalni sporazumi po godini stupanja na snagu

	RZ-RZ	RZ-ZUR	RZ-ZUT	ZUR-ZUR	ZUR-ZUT	ZUT-ZUT	Ukupno po god.
Godine							
1958-64	2	0	0	1	0	0	3
1965-69	0	0	0	0	1	0	1
1970-74	5	3	0	2	0	0	10
1975-79	0	5	0	1	0	0	6
1980-84	2	1	0	1	0	0	4
1985-89	1	1	0	2	0	6	10
1990-94	3	3	12	5	0	6	29
1995-99	3	7	10	4	12	28	64
2000-02	0	11	4	5	4	6	30
Ukupno po gr.	16	31	26	21	17	46	157

Napomena: Razvijene zemlje (RZ – Kanada, SAD, EU, EFTA, Norveška, Švajcarska, Island, Lihtenštajn, Japan, Australija, Novi Zeland); Zemlje u tranziciji (ZUT – zemlje bivšeg SSSR-a, zemlje Centralne i Istočne Evrope, Baltičke zemlje i Balkanske zemlje); Zemlje u razvoju (ZUR – ostale zemlje).

Izvor: WTO, 2004, World Trade Report, www.wto.org

Posledično, jedna od najbitnijih karakteristika trgovinskih trendova u poslednjih tridesetak godina je značajan porast učešća ZUR i ZUT u svetskoj trgovini. Tako, dok je prosečna stopa po kojoj je rasla svetska trgovina u periodu 1970-1999. godine bila 10%, prosečna stopa po kojoj je rastao izvoz ZUR i ZUT je bila 12%, što je povećalo njihov udeo u svetskoj trgovini sa 25% na današnjih 32.3%.⁴ Dosledno, ovaj trend se pripisuje intenziviranim procesima privatizacije i liberalizacije i deregulacije trgovinskih i finansijskih tokova, što je povoljno uticalo na dinamiku tržišne utakmice, odnosno rast konkurencije na domaćim tržištima, kao i na značajan porast priliva inostranog kapitala. U ovim procesima su posebno bile aktivne transnacionalne kompanije (TNK) koje su putem stranih direktnih investicija (SDI) transferisale značajan volumen tehnologije u ZUR i ZUT.⁵

⁴ Pogonska energija ovako dinamičnog rasta izvoza ZUR i ZUT pronalazi se, pre svega, u sprovedenim ekonomskim reformama i dinamičnom rastu i razvoju zemalja Azije (Tajvan, Singapur, Južna Koreja, Kina) i, u manjoj meri, nekih zemalja Južne Amerike.

⁵ Udeo TNK u ukupnim svetskim SDI danas je oko 40%, zahvaljujući, pre svega, značajnom porastu kapitalnih tokova ka novoindustrijalizovanim zemljama (NIZ) i Južnoj Americi. WIR, 2003, UNCTAD, NY and Geneva.

Tabela 2: Regionalna distribucija ulaznih SDI u periodu 1989-2002. godine (u mlrd. USD)

Godina	'89-94	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Razvijene zemlje	137,1	203,5	219,7	271,4	483,2	829,8	1005,2	589.379	460.334
Zemlje u razvoju	59,6	113,3	152,5	187,4	188,4	222	240,2	209.431	162.145
ZUT	3,4	14,3	12,7	19,2	21	23,2	25,4	25.015	28.710
Ukupno ZUR i ZUT	63	127,6	165,2	206,6	209,4	245,2	265,6	234.446	190.855
Svet	200,1	331,1	389,9	477,9	692,5	1075	1270,8	823.825	651.189

Izvor: UNCTAD, FDI Database, WIR, 2001, UNCTAD, NY & Geneva, WIR, 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives, NY and Geneva.

Međutim, i pored intenziviranih tokova trgovinske liberalizacije, realnost govori da je trgovinski potencijal evropskih zemalja u tranziciji znatno veći od vrednosti robne razmene koju one stvarno realizuju. To je posebno tačno kada su u pitanju zemlje Jugoistočne Evrope, između kojih je trgovinska razmena više nego skromna, pre svega, zbog slabe infrastrukturne povezanosti zemalja regiona, postojanja granica, visokih spoljnotrgovinskih nameta, raspada bivše SFRJ, kao i nezadovoljavajućeg institucionalnog razvoja i političke nestabilnosti.

Do sada potpisani bilateralni trgovinski ugovori nisu dali željene rezultate te je, posledično, s ciljem potpunijeg korišćenja potencijalno pozitivnih efekata koje slobodni trgovinski tokovi imaju na privredni razvoj, osam zemalja Jugoistočne Evrope (Srbija i Crna Gora, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Moldavija, Rumunija, Bugarska, Makedonija i Albanija) 26. 06. 2001. godine, u okviru aktivnosti Pakta za stabilnost Jugoistočne Evrope potpisalo Memorandum o liberalizaciji i olakšavanju uslova trgovine.⁶ Memorandumom je predviđeno uspostavljanje zone slobodne trgovine početkom 2003. godine na prostoru od oko 650 000 kvadratnih kilometara sa 60 miliona stanovnika.

Preciznije, sporazumom je predviđeno:

- Zaključivanje bilateralnih ugovora o slobodnoj trgovini sa svim zemljama potpisnicama do kraja 2002. godine (zbog kašnjenja u potpisivanju sporazuma

⁶ Izvan okvira Pakta za stabilnost JIE, Srbija i Crna Gora je avgusta 2000. godine zaključila sporazum o slobodnoj trgovini sa Ruskom Federacijom.

početak funkcionisanja zone slobodne trgovine je odložen za drugu polovinu tekuće godine).

- Liberalizacija najmanje 90% međusobne trgovine do kraja 2008. godine.⁷
- Transparentne i nediskriminatorne mere koje se odnose na javnu proceduru, državnu pomoć i državni monopol.
- Uprošćavanje carinskih procedura i harmonizacija trgovinske regulative sa pravilima Evropske unije (EU).
- Predviđanje dinamike liberalizacije trgovine uslugama
- Harmonizacija različitih nacionalnih zakona o preduzeću, računovodstvu i bankarstvu sa važećom regulativom u EU.
- Zaštita intelektualne svojine prema standardima Svetske trgovinske organizacije (STO).

2. Motivacija formiranja zone slobodne trgovine u Jugoistočnoj Evropi

Motivacija formiranja zone slobodne trgovine u Jugoistočnoj Evropi (s obzirom da je sporazum potpisan zahvaljujući inicijativi Evropske unije), prema mišljenju autora je dvostruke prirode: primarno političke i sekundarno ekonomske. Međutim, politička i ekonomska motivacija su usko povezane i međusobno isprepletene. Odnosno, politička stabilnost i privredni prosperitet su međusobno uslovljeni. Iz osnovnih stavki sporazuma jasno se vidi da je uspeh regionalne integracije na Balkanu, izuzimajući Rumuniju i Bugarsku, najbolja preporuka za brzo pridruživanje Evropskoj uniji. Drugim rečima, zemlje potpisnice, kroz usaglašavanje elementarnih pitanja zajedništva u dezintegrisanom i politički nestabilnom regionu kakav je Balkan, pred međunarodnom zajednicom polažu ispit zrelosti. Stvaranje politički stabilnog okruženja je preduslov privrednog prosperiteta, dok se, s druge strane, politička stabilnost najefikasnije postiže putem liberalizacije trgovine, pa samim tim i normalizacija poslovanja u regionu. Po postizanju političke stabilnosti i carinske unije u regionu stižu se uslovi da se napravi prvi krupan korak ka Evropskoj uniji: proširenje carinske unije na Balkan.⁸

⁷ U većini slučajeva je prisutna asimetrična liberalizacija. Odnosno, sporazumom se ne predviđa reciprocitet ustupaka u trgovini zemalja potpisnica kada je u pitanju lista proizvoda i dinamika redukovanja carina.

⁸ Carinska unija (Customs Union) je oblik udruživanja dve ili više zemalja kojim se sporazumno suspenduju carine u međusobnoj razmeni i istovremeno uvodi zajednička carinska politika na uvoz proizvoda iz trećih zemalja.

2.1. Ekonomske koristi od liberalizacije trgovine u regionu

Tabela 3: Spoljnotrgovinska razmena Republike Srbije sa zemljama potpisnicama sporazuma zone slobodne trgovine u Jugoistočnoj Evropi (u mln. USD)

Zemlja	Opis	2000	2001	2002	2003
Albanija	Izvoz	0,2	1,1	6,4	14,6
	Uvoz	0,001	0	0,1	0,3
	Saldo	0,199	1,1	6,3	14,3
BIH	Izvoz	234	239,4	323,1	395,3
	Uvoz	148	117,8	129,5	167,7
	Saldo	86	121,6	193,6	228,6
Bugarska	Izvoz	23,2	28,8	32,5	53,4
	Uvoz	322	153,3	104,8	130,1
	Saldo	-298,8	-123,5	-72,3	-76,7
Hrvatska	Izvoz	13,3	32,4	42	76
	Uvoz	25	84,4	90,5	121,7
	Saldo	-11,7	-52	-48,5	-45,7
Moldavija	Izvoz	0,9	1	1,4	1,8
	Uvoz	0,02	0,3	0,7	0,9
	Saldo	0,88	0,7	0,7	0,9
Makedonija	Izvoz	209	174,3	205,8	220,2
	Uvoz	126	124,3	126,8	132,8
	Saldo	83	50	79	87,4
Rumunija	Izvoz	23,3	30,8	53,3	71,3
	Uvoz	143	167,8	135,9	134,2
	Saldo	-119,7	-137	-82,6	-62,9
Ukupno 7	Izvoz	503,9	507,9	664,5	832,5
	Uvoz	764	646,9	588,3	687,8
	Saldo	-260,1	-139	76,2	144,7
Ukupno svet	Izvoz	1557,8	1720,7	2075,2	2477,4
	Uvoz	3329,8	4260,8	5613,8	7324
	Saldo	-1772	-2540,1	-3538,6	-4846,6

Izvor: Republički zavod za statistiku, Statistički godišnjak Srbije, 2000, 2001, 2002, 2003.

Prema procenama ekonomista Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD), obim trgovine u regionu bi mogao da se utrostruči zahvaljujući liberalizaciji trgovinskog poslovanja. Ovakav potencijal rasta trgovine je svakako vredan pažnje, s obzirom da je u 2003. godini 33,5%/9,4% ukupnog izvoza/uvoza Srbije bilo koncentrisano na sedam zemalja potpisnica sporazuma (tabela 3). Još je bitnije da je Srbija u robnoj razmeni sa sedam zemalja regiona 2003. godine zbirno zabeležila suficit (za razliku od 2000. i 2001. godine), što, s obzirom na tradicionalno velike deficite koje beleži u robnoj razmeni sa ostatkom sveta, ukazuje na potencijalno veliku profitabilnost ovih tržišta za srpske proizvođače. Odnosno, značajno povećanje tržišta, ukidanje carina i drugih izvoznih barijera pruža povoljne prilike za rast i razvoj domaćih preduzeća. Tržišta zemalja regiona će postati dostupnija, što povećava šanse za izvoz. S druge strane, liberalizovanje trgovinskih tokova pojačaće konkurenciju na unutrašnjem tržištu, što će na velika iskušenja staviti značajan broj domaćih proizvođača. Konkurentnije cene ino-proizvođača imaju za posledicu širi izbor za domaće potrošače, ali i otežan plasman proizvoda domaće radinosti.

Sa jedne strane, struktura uvoza i izvoza Srbije⁹ je u skladu sa preovlađujućom strukturom robne razmene ZUR i, dosledno, prilično daleko od one koja je karakteristična za RZ.¹⁰ Kao što se može videti na tabeli 4, u srpskom izvozu dominiraju proizvodi niže faze obrade (samo primarni proizvodi u širem smislu, kategorije 0, 1, 2, 3, 4, 67 i 68¹¹ učestvuju sa 41,7% u ukupnom izvozu)¹² što, s obzirom na tehnološku zaostalost domaće privrede, nije začuđujuće. S druge strane, u uvozu značajan udeo zauzimaju proizvodi visoke faze obrade koji se uglavnom uvoze iz RZ (kategorije 7 i 8, zajedno 2003. godine 38,5% ukupnog uvoza).

⁹ Sektorska klasifikacija Republičkog zavoda za statistiku.

¹⁰ Godine 2002. daleko najveći udeo u svetskom izvozu zauzimaju industrijski proizvodi (75.1%). Među industrijskim proizvodima dominiraju proizvodi srednje tehnološke intenzivnosti (27,7% ukupnog izvoza industrijskih proizvoda) i proizvodi visoke tehnološke intenzivnosti (22,3%). Proizvodi visoke tehnološke intenzivnosti su ujedno zabeležili i najdinamičniji rast u strukturi svetskog izvoza u odnosu na 1980. godinu. Tačnije, njihov udeo je porastao za 14.5%. Učešće SAD, Evropske unije i Japana u izvozu industrijskih proizvoda 2002. godine iznosilo je 62.8%. Prema izveštaju Svetske trgovinske organizacije u periodu 1998-2000 godina, od 119 ZUR, kod 78 (65,5%) primarni proizvodi učestvuju sa 50% i više u ukupnom izvozu, dok kod 57 (48%) učestvuju sa 70% i više. WTO, 2003, International Trade Statistics, www.wto.org, WTO, 2003, World Trade Report, www.wto.org.

¹¹ Kategorija 67 gvožđe i čelik; kategorija 68 obojeni metali.

¹² Proizvodi niže faze obrade imaju mnogo niže cene na svetskom tržištu u odnosu na proizvode više faze obrade.

Tabela 4: Struktura razmene Republike Srbije 2000-2003 (u %).

	Sektori									
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Izvoz u Jugoist. Evropu 2000	20,1	2,1	5,2	0,3	0,9	12	32,5	14,9	11,2	0,7
Izvoz u Jugoist. Evropu 2003	21	2,8	5,2	4,6	1,5	12,2	30,6	12,4	9,1	0,6
Ukupni izvoz 2000	16,3	0,8	7,1	0,3	1,1	9,3	32	13,4	17	2,7
Ukupni izvoz 2003	20,1	1,3	5,5	2,4	0,7	10	27,8	12,3	18,3	1,7
Uvoz iz Jugoist. Evrope 2000	2,1	4	10,1	52,3	0	9,9	15,9	4,1	1,5	0,2
Uvoz iz Jugoist. Evrope 2003	8,6	4,5	10	11,8	0,1	14,8	32,5	10,6	6,7	0,4
Ukupni uvoz 2000	6,5	1,5	6,2	19,9	0,2	15,7	21,5	21,6	6,4	2,3
Ukupni uvoz 2003	6,4	1,8	3	14,7	0,2	13,8	20,7	28,8	9,7	0,9

Izvor: RZS, Statistički godišnjak Srbije, 2000, 2003.

Kada se pogleda struktura izvoza i uvoza prema zemljama potpisnicama sporazuma liberalizacije trgovine vidimo da se trgovina dominantno obavlja sa proizvodima niže faze obrade, što ukazuje na generalno nizak nivo tehnološke razvijenosti u regionu (na primer, uvoz robe visoke finalizacije, kategorije 7 i 8, je učestvovao sa 17,3% u ukupnom uvozu iz zemalja regiona, odnosno sa 4,22% u ukupnom uvozu ove vrste proizvoda).¹³ Drugim rečima, iako se značajan deo trgovine Srbije koncentriše na zemlje regiona, najveći deo razmene je intragranskog tipa, dok na tržište EU međusobno konkurišemo istim proizvodima: odeća, obuća, nameštaj, tekstil, obojeni metali, povrće i voće itd. Drugim rečima, jedni drugima imamo malo da ponudimo, dok se na trećim tržištima javljamo kao konkurenti. Dakle, kratkoročni pozitivni efekti liberalizacije trgovine u regionu će biti relativno skromni. Ipak, dugoročno gledano, uvećano i politički stabilno tržište na kojem se, zahvaljujući liberalizaciji trgovinskih tokova, javljaju novi izvori rasta i razvoja za preduzeća, kao i intezivirana konkurencija, utiču na rast atraktivnosti regiona za krupne finansijske investitore iz inostranstva. Dolaskom krupnih inostranih investitora na naše tržište u velikoj meri bi se ubrzao proces privatizacije, a samim tim bi se i relativno brzo povećali proizvodni kapaciteti i značajno podigao nivo tehnološke razvijenosti.

Da bi se, s druge strane, maksimizirali pozitivni efekti dolaska krupnih ino-investitora na domaće tržište, veoma je važno raspolagati stabilnim i racionalnim

¹³ Odnosno 95.78% proizvoda kategorije 7 i 8 je uvezen iz zemalja koje ne pripadaju regionu.

finansijskim sistemom. Stabilan i razvijen finansijski sektor je od esencijalnog značaja za skladno funkcionisanje, rast i razvoj svake ekonomije. U situaciji u kojoj se nalazi SCG, gde je bankarski sektor pod teretom prošlosti i dalje krhak i nestabilan, radi efikasne eksploatacije novih profitnih prilika, razvoj tržišta kapitala kao alternativnog mehanizma alokacije i koncentracije finansijskih sredstava je od velikog značaja. Dosledno, dok traje proces povratka poverenja u bankarski sistem, bankarski menadžeri nisu voljni da preuzimaju poslove koji su rizičniji, ali koji ujedno nose i više stope prinosa. Realno je očekivati da će rehabilitacija bankarskog sektora trajati dugo. U takvim uslovima, uloga tržišta kapitala u procesu svodenja oportunitetnog troška nastalog usled averzije prema povišenom riziku na prihvatljiv nivo je od izuzetnog značaja.

2.2. Problemi na domaćem tržištu kapitala

Kada je u pitanju domaće tržište kapitala (Beogradska berza) na samom početku treba istaći da se na njemu ne trguje akcijama već preduzećima. Drugim rečima, na strani tražnje se obično nalaze investitori čiji je osnovni cilj preuzimanje preduzeća po ceni ispod tržišne, posebno ukoliko preduzeće u pitanju poseduje lokalni *brand name* ili raspolaže vrednim nekretninama. Naime, retko se dešava da se na strani tražnje za akcijama javi investitor koji kupuje vlasničke udele zbog očekivane dividende i/ili kapitalne dobiti. Uopšteno, domaće finansijsko tržište karakteriše neadekvatna regulacija, mali broj i neadekvatna struktura finansijskih instrumenata, naglašena informaciona asimetrija, nizak stepen zaštite investitora, nizak stepen likvidnosti i maltene nepostojanje sekundarnog tržišta, kao i visok stepen investicionog rizika. Šire gledano, niti domaći investitori, a da ne govorimo o stranim nemaju poverenja u makroekonomsku stabilnost domaće ekonomije i političko-pravni sistem. Iz navedenih razloga, prosečan investitor, čak i da želi da investira, objektivno nije u mogućnosti da na osnovi dostupnih informacija izvrši racionalan odabir preduzeća u koje bi uložio svoja slobodna sredstva.

Postavlja se pitanje kako u tim okolnostima na efikasan način razviti tržište kapitala. Jedno od komplementarnih rešenja je osnivanje domaćih i privlačenje krupnih inostranih institucionalnih investitora s ciljem značajnog povećanja likvidnosti tržišta kao osnovne determinante njegovog budućeg razvoja.^{14 15}

¹⁴ U institucionalne investitore ubrajamo:

- Osiguravajuća društva
- Penzione fondove
- Investicione fondove (kompanije)

Institucionalni investitori su danas dominantni tržišni igrači koji sa tržišta sve više istiskuju individualne investitore. Tako oni danas zajedno kontrolišu preko 50% svih emitovanih akcija u

3. Značaj institucionalnih investitora za mlada nedovoljno razvijena finansijska tržišta

Osnovni princip poslovanja institucionalnih investitora je da prikupljena sredstva sitnih investitora koncentrišu i potom, koristeći se prednostima ekonomije obima, investiraju kroz visoko diversifikovani portfolio. Konsekventno, investicione kompanije pružaju mogućnost sitnim investitorima da značajno reduciraju investicioni rizik, odnosno sitni investitori dobijaju pristup visoko diversifikovanom portfolio po niskim troškovima. Stoga bi, institucionalni investitori mogli biti efikasno sredstvo privlačenja na domaće, za sada slabo razvijeno finansijsko tržište najsitnijih potencijalnih individualnih investitora, finansijski needukovanih potencijalnih investitora, kao i onih koji su, svesni izražene informacione asimetrije i postojanja principal-agent i/ili principal-principal problema, odlučili da ne participiraju. Drugim rečima, na nedovoljno transparentnim finansijskim tržištima su sitni, nedovoljno obučeni akcionari često predmet manipulacija menadžerskih struktura ili većinskih akcionara.¹⁶ S druge strane, sasvim je druga situacija kada sa

SAD, dok se preko 70% dnevne trgovine akcijama u SAD obavi od strane institucionalnih investitora. Takođe, institucionalni investitori značajna finansijska sredstva ulažu u državne obveznice, čime se ujedno smanjuje verovatnoća eventualnog inflatornog finansiranja budžetskog deficita. Napomenimo da inflatorno finansiranje budžetskog deficita u velikoj meri ugrožava makroekonomsku stabilnost.

¹⁵ Naravno, da bi se uopšte privukli ino-investitori podrazumeva se da su perspektive razvoja zemlje domaćina pozitivne i da postoji prihvatljiva infrastruktura finansijskog tržišta. Dalje, neophodno je da se pravnim aktima, u skladu sa standardima razvijenih zemalja, reguliše poslovanje na finansijskom tržištu s ciljem povećanja transparentnosti trgovanja, adekvatno zaštite manjinski akcionari, da se garantuje bezbenost ostvarenih profita - u smislu eliminisanja rizika od eksproprijacije tj. nasilnog prisvajanja imovine od strane države (risk of expropriation by government) i kršenja ugovora od strane države (contract repudiation by government). Misli se na kršenje ili odlaganje izvršenja ugovora od strane države, koje se javlja kao posledica "budžetskih rezova", promene vlade ili promene državne ekonomske i socijalne politike.

¹⁶ La Porta, de Silanes, Shleifer i Vishny (1996) dokazuju da pravni sistemi koji efikasnije štite prava eksternih investitora (anglosaksonska pravna familija) imaju razvijenije tržište kapitala i obrnuto. U istom istraživanju se dalje dokazuje da je u zemljama koje efikasnije štite prava spoljnih investitora prosečna koncentracija vlasništva u javnim kompanijama manja. Za ove zemlje je karakteristično da je vlasnička struktura visoko disperzovana i da je osnovni kontrolni mehanizam pomoću kojeg vlasnici vrše kontrolu poslovanja menadžmenta tržište kapitala. Dalje, u zemljama koje zakonski neadekvatno štite prava eksternih investitora (pre svega, u smislu neadekvatne implementacije zakonskih rešenja), što je slučaj u svim ZUT, izražen je trend visoke koncentracije vlasništva u rukama nekoliko, a ponekad i samo jednog akcionara. Drugim rečima, investitori će, u situaciji kada se njihova prava ne štite efikasno, s ciljem rešavanja principal-agent problema, težiti koncentraciji vlasništva. U tom slučaju, tržište kapitala ne vrši kontrolu poslovanja menadžera već je vrše dominantni akcionari. Međutim, ovaj način rešavanja principal-agent problema otvara novi problem: principal-principal problem, odnosno opasnost eksproprijacije manjinskih od strane

koncentrisanom moći interese velikog broja sitnih akcionara na skupštinama akcionara zastupa visokoobrazovani menadžer institucionalnog investitora. Drugo, investicioni fondovi su često najveći investitori u nešto rizičnije, ali i potencijalno profitabilnije HOV malih i srednjih preduzeća, čime se potpunije eksploatišu potencijalno lukrativni investicioni projekti. Rečju, efikasnom mobilizacijom finansijskih sredstava, institucionalni investitori utiču na značajno povećanje likvidnosti tržišta kapitala.

Dosledno, Bortolotti, Fantini i Siniscalco (2001) u svom obimnom istraživanju dokazuju da će, ukoliko su finansijska tržišta aktivna i likvidna, prihodi iz procesa privatizacije biti maksimizirani jer će se državno vlasništvo prodati po tržišnoj ceni.¹⁷ Odnosno, cene neće biti manje od tržišnih jer investitori, usled aktivnih i likvidnih tržišta kapitala, imaju sve potrebne informacije pomoću kojih mogu valjano proceniti vrednost (dela) preduzeća koji se privatizuje, ali i pošto je preduzeće privatizovano, vršiti kontrolu poslovanja preduzeća i aktivnosti menadžera. S druge strane, likvidno tržište kapitala omogućava investitorima da sa lakoćom prodaju velike blokove HOV ili da likvidiraju svoje pozicije, a da pri tom ne dođe do velikih cenovnih fluktuacija. Suprotno, ukoliko je tržište nelikvidno sistem ulazi u *circulus vitiosus*, odnosno dolazi do povlačenja investitora sa tržišta, a povlačenje investitora, odnosno pad tražnje dalje ima za rezultat pad cena HOV, što povećava troškove finansiranja poslovanja kompanija koje su ostale na listingu.

većinskih akcionara. To je upravo ono što se dešavalo i što se i dalje dešava u većini ZUT. Različiti mehanizmi eksproprijacije manjinskih vlasnika su bili i u nekim slučajevima kao što je naš su i dalje na snazi u ZUT: razvodnjavanje kapitala kroz proces dokapitalizacije gde većinski deo nove emisije otkupe dominantni akcionari. Putem razvodnjavanja kapitala većinski akcionari povećavaju svoje učešće u vlasničkoj strukturi, dok se učešće manjinskih akcionara smanjuje; transfer resursa preduzeća preko trgovine sa povezanim licima po ceni koja je znatno ispod tržišne; davanje kreditnih garancija povezanim licima; lažni izveštaji o poslovanju; insajderska trgovina itd. Pitanje koje se postavlja jeste koje su posledice visoke koncentracije vlasništva u ZUT. Najčešće vlasnici koji poseduju većinski paket akcija, zbog straha od gubitka kontrole nad preduzećem putem tržišne utakmice, gube interes za dalje listiranje preduzeća na tržištu kapitala (nekada se kompanije povlače sa tržišta i iz objektivnih razloga. Postoji veliki broj malih i srednjih preduzeća kojima više odgovaraju druge organizacione forme, npr. društvo sa neograničenom ili ograničenom odgovornošću, koje sa sobom nose manje administrativne troškove u smislu obaveze javnog izveštavanja). Posledično, usled delistiranja velikog broja kompanija, među kojima ima i onih koje su profitabilne, dolazi do depresijacije, odnosno do drastičnog pada likvidnosti tržišta.

¹⁷ U slučaju da ne postoji interesovanje investitora za privatizaciju preduzeća koja posluju u određenim privrednim granama, postoji mogućnost da vlada osnuje investicioni fond čije bi akcije bile ponuđene na prodaju na međunarodnom tržištu. Investitori bi se privukli na bazi državnih povlastica, na primer, u vidu manjih poreza na dobit, dok bi, sa druge strane, fond bio obavezan da u svom portfelju u određenom odnosu drži akcije prvobitno nepoželjnih preduzeća.

Posledično, posle određenog vremena preostale kompanije ili postaju zatvorene¹⁸ ili napuštaju domaće nelikvidno tržište i putem emitovanja globalnih i američkih depozitnih priznanica (GDR's i ADR's)¹⁹ dobijaju pristup većim i likvidnijim inostranim finansijskim tržištima.²⁰ Sve ovo za posledicu ima dalji pad u likvidnosti tržišta.

Zaključna razmatranja

Kao što smo već rekli, s ciljem potpunijeg korišćenja potencijalno pozitivnih efekata koje slobodni trgovinski tokovi imaju na privredni razvoj, osam zemalja Jugoistočne Evrope, u okviru aktivnosti Pakta za stabilnost Jugoistočne Evrope potpisalo je 26. 06. 2001. godine Memorandum o liberalizaciji i olakšavanju uslova trgovine. Značajno povećanje tržišta, ukidanje carina i drugih izvoznih barijera pruža povoljne prilike za rast i razvoj domaćih preduzeća. Međutim, iako se značajan deo trgovine Srbije koncentriše na zemlje regiona, najveći deo razmene je intragranskog tipa, dok na tržište EU međusobno konkurišemo istim proizvodima. Dakle, kratkoročni pozitivni efekti liberalizacije trgovine u regionu će biti relativno skromni. Ipak, dugoročno gledano, uvećano i politički stabilno tržište na kojem se, zahvaljujući liberalizaciji trgovinskih tokova, javljaju novi izvori rasta i razvoja za preduzeća, kao i intenzivirana konkurencija, utiču na rast atraktivnosti regiona za krupne finansijske investitore iz inostranstva. Treba naglasiti da su zemlje potpisnice sporazuma izabrale duži i teži put privlačenja inostranih investitora.

¹⁸ Pošto troškovi finansiranja statusa otvorene kompanije (ispunjavanje velikog broja obaveza nametnutih od strane regulatornih organa) nadmašuju beneficije eksternog zaduživanja putem finansijskog tržišta.

¹⁹ Globalne i američke depozitne priznanice (Global Depositary Receipts - GDR, American Depositary Receipts - ADR) su zapravo priznanice koje izdaje banka, a kojima se potvrđuje vlasništvo nad određenim brojem akcija preduzeća iz inostranstva. ADR su emitovane na teritoriji SAD-a, denominirane su u USD i na njih se plaćaju dividende u USD. GDR mogu glasiti na bilo koju valutu, odnosno valutu zemlje u kojoj su emitovane. Emisija GDR i ADR može biti sponzorisan i nesponzorisan. Masovnije su prve. Nesponzorisan znače da je banka ili velika brokerska kuća kupila veliki blok akcija nekog inostranog preduzeća i da izdaje priznanice koje glase na akcije tog preduzeća, a da preduzeće čije su akcije u pitanju u tome ne učestvuje. Sponzorisan znače da se u saradnji inostrane korporacije sa nekom, obično velikom bankom (na zahtev korporacije) emituju priznanice. Vlasnici GDR-a (ADR-a) obično nemaju glasačko pravo i pravo preče kupovine.

²⁰ Na kraju 2000 godine 72 preduzeća iz ZUT listirala su se na NYSE i 61 na LSE. Preduzeća koja su se listirala na ino-berzama (Njujork, London, Frankfurt) zauzimala su u proseku 18% kapitalizacije na domaćem tržištu akcija. Prosečna vrednost trgovine njihovim akcijama (Value Traded) u inostranstvu je oko 50% vrednosti ukupne trgovine na domaćem tržištu, dok je broj akcija kojima se trguje u inostranstvu duplo veći od ukupnog broja akcija kojima se trguje na domaćem tržištu (Larosiere, 2001).

Umesto potpisivanja jednog multilateralnog unificiranog sporazuma, zemlje regiona su se odlučile za potpisivanje 21 međusobno neharmonizovanih sporazuma. Drugim rečima, da bi uvećano tržište predstavljalo istinsku zonu slobodne trgovine više je nego neophodna harmonizacija bilateralnih sporazuma u što kraćem roku.

Dolaskom krupnih inostranih investitora na domaće tržište bi se u velikoj meri ubrzao proces privatizacije, pa samim tim bi se i relativno brzo povećali proizvodni kapaciteti i značajno podigao nivo tehnološke razvijenosti. Ipak, naglasimo da dolasku krupnih institucionalnih investitora mora prethoditi preuzimanje i implementacija evropskih zakonskih rešenja kada je u pitanju regulacija i kontrola finansijskog poslovanja. Takođe se podrazumeva da su perspektive razvoja zemlje domaćina pozitivne i da postoji prihvatljiva infrastruktura finansijskog tržišta. Rečju, ima dosta preduslova koji moraju biti ispunjeni da bi domaće tržište kapitala postalo atraktivno za krupne institucionalne investitore. Tek se ispunjenjem tih preduslova stiču uslovi za osetnije povećanje likvidnosti tržišta kapitala u srednjem roku.

Literatura

Bokros, L. 2001. "A Perspective of Financial Sector Development in Transition Economies". *Financial Transition in Europe and Central Asia - Challenges of the New Decade* (ed: Bokros, L., A. Fleming and C. Votava), World Bank, Washington D.C.

Bortolotti, B., M. Fantini and D. Siniscalco 2001. "Privatisation: Politics, Institutions and Financial Markets". *Emerging Market Review*.

Claessens, S., S. Djankov and D. Klingebiel 2001. "Stock Markets in Transition Economies". *Financial Transition in Europe and Central Asia - Challenges of the New Decade* (ed: Bokros, L., A. Fleming and C. Votava), World Bank, Washington D. C.

Čomski, N. 1999. *Profit iznad ljudi*. Svetovi, Novi Sad.

Dabić, S. 2002. "Postojeća infrastruktura tržišta akcija i modeli ukрупnjavanja vlasništva." Zbornik radova: *Finansijska tržišta, korporativno upravljanje i koncentracija vlasništva*, (ed: Dabić, S.), Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, X Miločersko savetovanje, 18-20 septembar 2002.

Dostanić, G. 2003. "Tržište kapitala: Stanje danas pokazuje šta možemo očekivati sutra." Zbornik radova: *Posletranzicioni procesi*, (ed: Dabić, S.), Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, Miločerski ekonomski forum, septembar 2003.

Fabozzi, J. F., F. Modigliani, F. J. Jones and M. G. Ferri 2002. *Foundations of Financial Markets and Institutions*. Prentice–Hall International Inc.

Foley, J. B. 1998. *Tržišta kapitala*. Mate d.o.o., Zagreb.

Fulghieri, P. and R. Rovelli 1998. "Capital Markets Financial Intermediaries and Liquidity Supply". *Journal of Banking and Finance* 22, pp 1157-1179.

Gorton, G. and A. Winton 2002. "Financial Intermediation." *NBER Working Paper*, May 2002.

Havrylyshyn, O., R. van Rooden 2000. "Institutions Matter In Transition, but so do Policies." *IMF Working Paper*, March 2000.

Kawalec, S. and K. Kluza 2001. "Challenges of Financial System Development in Transition Economies." *Financial Transition in Europe and Central Asia-Challenges of the New Decade* (ed: Bokros, L., A. Fleming and C. Votava), World Bank, Washington D.C.

La Porta, R., F. L. de Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny 1996. "Law and Finance." *NBER Working Paper*, July 1996.

Larosiere, J. 2001. "Transition Economies in the Evolving Global Financial Markets." *Financial Transition in Europe and Central Asia-Challenges of the New Decade* (ed: Bokros, L., A. Fleming and C. Votava), World Bank, Washington D.C.

Lemierre, J. 2002. "Eastern Europe-Regional Developments in the Securities Markets", www.exchange-handbook.co.uk.

Mishkin, S. F. 1998. *Financial Markets and Institutions*. Addison-Wesley Inc, United States.

Mishkin, S. F. 2002. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Addison-Wesley Longman Inc, United States.

Mizruchi, S. M. and L. B. Stearns 1995. "Money, Banking and Financial Markets." *The Handbook of Economic Sociology* (ed: Neil J. Smelser and Richard Swedberg), Princeton University Press, New Jersey.

Republički zavod za statistiku, Statistički godišnjak Srbije 2000, 2001, 2002, 2003.

UNCTAD, FDI Database.

World Development Report, 2000, World Bank, Washington D. C.

World Economic Outlook, 2001, IMF, Washington D. C.

World Investment Report (WIR), 1999, UNCTAD, NY and Geneva.

World Investment Report (WIR), 2001, UNCTAD, NY and Geneva.

World Investment Report (WIR), 2001, UNCTAD, NY and Geneva.

World Investment Report (WIR), 2003, UNCTAD, NY and Geneva.

World Trade Organization (WTO), 2001, Annual Report, Geneva, www.wto.org

World Trade Organization (WTO), 2002, Annual Report, Geneva, www.wto.org

World Trade Organization (WTO), 2003, World Trade Report, Geneva, www.wto.org

World Trade Organization (WTO), 2001, International Trade Statistics, www.wto.org

World Trade Organization (WTO), 2003, International Trade Statistics, www.wto.org

World Trade Organization (WTO), 2004, World Trade 2003 Prospects for 2004, Press Realise, 373, 5 April 2004.

Živković, B. i A. Đerić 2003. "Korporativno upravljanje i razvoj tržišta kapitala." Zbornik radova: *Posletranzicioni procesi*, (ed: Dabić, S.), Savez ekonomista Srbije i Savez ekonomista Crne Gore, Miločerski ekonomski forum, septembar 2003.

Dodatak: Klasifikacija sektora robne razmene (Republički zavod za statistiku)

- 0 – Hrana i žive životinje
- 1 – Pića i duvan
- 2 – Sirove materije, osim goriva
- 3 – Mineralna goriva i maziva
- 4 - Životinjska i biljna ulja i masti
- 5 – Hemijski proizvodi
- 6 – Proizvodi svrstani po materijalu
- 7 – Mašine i transportni uređaji
- 8 – Razni gotovi proizvodi
- 9 – Proizvodi i transakcije nigde nepomenute