

Miro Džakula*

Tržište kapitala kao faktor razvoja gospodarstva

Rezime

Tržište kapitala u Bosni i Hercegovini zaostaje u odnosu na zemlje u tranziciji i zemlje iz okružja. Postojeće tržište kapitala karakteristično je za nerazvijene i siromašne zemlje. Razvoj Bosne i Hercegovine je usporen zbog nepovoljne strukture i nekvalitetnih investicija. Privatne investicije ne uspijevaju nadomjestiti smanjenje državnih (javnih) ulaganja. Investicije zavise od inozemne štednje. Jedan od razloga ovakva stanja leži u nerazvijenom tržištu kapitala.

Ključne riječi: tržište kapitala, burza, investicije, štednja, fondovi, banke.

UVOD

Razina investiranja u Bosni i Hercegovini trenutačno ovisi o stranoj štednji. Kao mala zemlja, na samom početku moramo razriješiti dilemu - treba li razvijati domaće tržište kapitala ili prepustiti punu slobodu domaćim investitorima da investiraju vani? Ako imamo nerazvijeno domaće tržište kapitala i uvedemo restrikcije na investiranje vani, za posljedicu ćemo imati štetu i po domaće investitore i gospodarstvo. Restriktivna politika onemogućuje diversifikaciju rizika i investiranje u profitabilnije projekte. Razvijeno tržište kapitala omogućuje otklanjanje ovih rizika.

Razvijeno tržište kapitala destimulira odliv kapitala iz zemlje. Što je s malim zemljama poput Bosne i Hercegovine? Mogu li one postići takvu razinu razvijenosti tržišta kapitala da zadovolji ulagače u njihovu pronalazanju optimalnih kombinacija između rizika i očekivanih povrata? Odgovor je – ne. Male zemlje trebaju iskoristiti priliku i urediti tržište kapitala da ne ograničava ulaganja vani, da stimulatивно djeluje na ulaganja u zemlji i otkloni sve prepreke za osnivanje i poslovanje financijskih institucija koje su zainteresirane za investiranje u široj regiji. Puni zamah tržišta kapitala u malim i otvorenim gospodarstvima nije moguće ostvariti bez stranih investitora na domaćem tržištu i domaćih investitora na stranom tržištu. Na dugi rok, postoji čvrsta veza između tržišta kapitala, međunarodne suradnje i gospodarskog razvoja.

1. TRŽIŠTE KAPITALA I BANKE

Bosna i Hercegovina nije imuna na shvaćanja da su banke i tržište kapitala dvije suprotstavljene institucije. One nisu suprotstavljene

jedna drugoj, nego se trebaju razvijati komplementarno. Na nižim razinama gospodarskog razvoja relativno je važniji razvoj bankarske industrije, a na višim razinama razvoja relativno je važniji razvoj tržišta kapitala. Kada se banke i tržište kapitala ne razvijaju pravodobno i komplementarno, financijska imovina će se uložiti u inozemstvo umjesto u domaće banke. Kako se Bosna i Hercegovina nalazi u početnoj fazi razvoja, to je razvoj bankarske industrije jedan od bitnih preduvjeta za razvoj tržišta kapitala Bosne i Hercegovine. Reforme bankarskog sektora su najuspješnije gospodarske reforme u Bosni i Hercegovini. Ovaj proces nije okončan do kraja. U BiH postoje dvije agencije za bankarstvo i dva bankarska sustava. U cilju povećanja veće efikasnosti sustava bilo bi poželjno da pored Središnje banke i Agencije za osiguranje depozita imamo i jedinstvenu agenciju za bankarstvo (superviziju). Još uvijek postoji razlika u dostignutoj razini razvoja ova dva sustava. Ovo ne umanjuje uspjeh koji je postignut kada je u pitanju pouzdanost sustava, primjena novih organizacijskih oblika, unapređenje sustava upravljanja, zaoštavanje konkurencije, usvajanje međunarodnih standarda, regulative i supervizorske prakse. Sve to je dalo rezultat kroz učinkovitost i profitabilnost poslovanja bankarske industrije.

Mirovinski fondovi u Bosni i Hercegovini nisu reformirani i oni se još uvijek ne pojavljuju na tržištu kapitala. Mirovinski fondovi su značajan financijski potencijal i važno je na koji način će se uključiti na tržište kapitala. U isto vrijeme izloženi su i najvećim rizicima. Ta regulativa, koja se odnosi na mirovinske fondove kao investitore, treba biti dobro regulirana, a ulaganja zaštićena. Iskustva drugih zemalja su različita i najčešće se primjenjuju višestupanjski sustavi. Uglavnom se susreću obvezni i dobrovoljni mirovinski fondovi.

Regulativa kod obveznih fondova je uvijek stroža, a kod dobrovoljnih fleksibilnija i nosi veće rizike. Tržište kapitala za svoj rast treba

mirovinske fondove, kao što i mirovinski fondovi trebaju tržište kapitala za vlastiti razvoj.

Investicijski fondovi (PIF-ovi) osnovani su i formirani kao posljedica masovnog emitiranja certifikata (vaučera). Kako smo ranije naveli, odigrali su ključnu ulogu u uspostavljanju tržišta kapitala i početka rada burzi. Odigrali su značajnu ulogu u edukaciji i shvaćanju temeljnih pojmova i prakse koja važi na financijskim tržištima. U Bosni i Hercegovini još nemamo razvijene fondove rizičnog kapitala (engl: *venture capital*). Ovi fondovi su bitni za razvoj tržišta kapitala i nisu u mogućnosti sklopiti financijske aranžmane s bankama ili drugim financijskim posrednicima. Rizični kapital je nezamjenjiv izvor financijskog kapitala za mala i brzorastuća poduzeća. On sa sobom uvijek nosi *know-how*, a što je od presudne uloge za mala i srednja ulaganja. Za zemlju na početku razvoja i tranziciji mnogo su važnija iskustva (znanja) od financijskog kapitala, te je uloga ovih fondova značajnija za razvoj nego što je financijski izvor. Vlada Bosne i Hercegovine nije prepoznala važnost ovih fondova i nije učinila ništa da potakne osnivanje i razvoj istih. U razvojnoj strategiji se i ne spominju.

U Bosni i Hercegovini prisutan je austrijski fond *Horizonte Venture* s nemalim brojem projekata. Ministarstvo financija bi trebalo iskoristiti iskustva ovog fonda i mikrokreditnih organizacija i pripremiti set stimulativnih mjera za ovaj tip financijskih posrednika.

Bosna i Hercegovina se susrela s novim izazovom kako da razriješi problem neučinkovitosti sudstva vezano za upis zaloga (hipoteka), naplatom dugova, prodajom imovine, neznanjem i sporošću rješavanja sudskih sporova vezanih za poslovanje, nefunkcioniranje posebnih sudova (nekad su bili gospodarski sudovi koji su bili specijalizirani za gospodarske sporove), investiranja i ulaganja u nekretnine i imovinu. Najveći dio ovih problema može se razriješiti legalizacijom i regulacijom poslova sekuritizacije. Sekuritizacija je značajan pokretač razvoja tržišta kapitala i neophodno je uspostaviti regulativni okvir za obavljanje ovog tipa posredovanja. Prodaja imovine i izdavanje vrijednosnih papira na temelju iste proizvodi više učinaka: prodavatelj imovine bolje upravlja likvidnošću i kapitalom; na tržištu se uspostavlja cijena rizične imovine koja nije utrživa jer ostaje u bilansama financijskih posrednika; vrši se diversifikacija portfelja; financiranje se vrši iz nedepozitne štednje, čime se povećava granična sklonost štednji. Za razvoj ovog oblika posredovanja neophodno je regulirati minimalne kapitalne uvjete za tvrtke - posrednike, prijenos vlasništva, oporezivanje, zaštitu od uspostavljanja hipoteke i izuzeće od stečajne mase. Reguliranje ovih pitanja bi umanjilo sada prisutno "crno tržište" vezano za promet imovine i u isto vrijeme otvorilo nove mogućnosti investitorima.

2. INVESTITORI

Bez investitora nema tržišta kapitala. Oni su ti koji odlučuju hoće li, gdje će i pod kojim uvjetima investirati. Da bi mogli donijeti odluku trebaju sigurne, kvalitetne i pouzdane informacije. Ono što pokreće investitore je očekivani učinak od ulaganja. U isto vrijeme investitori žele buduće rizike svesti na minimum ili ih izbjeći. U isto vrijeme važi i poznata aksioma da bez rizika nema dobitka. Investitor će se kretati između maksimalizacije dobiti i minimiziranja rizika. Gdje će se zaustaviti njegova odluka, ovisi o nizu čimbenika, uključujući i psihološke momente.

Na financijskom tržištu susrećemo dva tipa investitora. U prvu skupinu spadaju veliki investitori koji raspolažu značajnim kapitalom i koji su stručni i osposobljeni da izvrše procjene te da se opredijele

u kojem pravcu će se kretati. Ova skupina investitora, pored rizika i očekivanih učinaka, kao trećeg važnog čimbenika, uključuje diversifikaciju portfelja. Diversifikacijom portfelja ujednačavaju se prosječni prinosi na kapital s jedne strane, a s druge strane izbjegava se rizik totalnih gubitaka zbog pogrešnih odluka.

Drugu skupinu čine mali (sitni) ulagači. Iz navedenih podataka o strukturi depozita u bankarskom sektoru vidjeli smo da depoziti stanovništva imaju tendenciju stalnog rasta kako u apsolutnom iznosu, tako i relativnom sudjelovanju u ukupnim depozitima. Stopa relativnog učešća se približava broju od 50, što znači da polovina depozita (štednje) u Bosni i Hercegovini potječe od stanovništva. Oni predstavljaju buduće potencijalne investitore na tržištu kapitala Bosne i Hercegovine. Ova skupina nije dovoljno "upućena" u pravila koja važe na tržištu kapitala i ne raspolaže dovoljnim informacijama kako bi mogla donositi "ispravne" odluke. Kako će se ponašati jedan ovakav investitor? Za ovu skupinu investitora najvažniji čimbenik je rizik. Iskustva su pokazala da porastom dohotka, raste granična sklonost k rizičnijim ulaganjima. Iz navedenog razloga ulaganja u dionice postaju atraktivnija na višim razinama dohotka. Dionice su jedan od najrizičnijih oblika ulaganja. Da biste se odlučili za ulaganja u dionice, nužno je da raspolažete određenim iznosom novca koji vam neće trebati duže vrijeme kako biste ga mogli investirati.

I pored toga što dionice predstavljaju likvidnu aktivu jer ih možete prodati na tržištu, ljudi se teško odlučuju na ovaj rizik i radije drže novac na štednji uz manje učinke kako bi imali sigurnost da novac mogu podići kada im zatreba. Drugi moment je nedovoljno poznavanje tehnika i tehnologija za investiranje u dionice. Potrebno je biti informiran, poznavati proceduru davanja naloga, komuniciranja s brokerima ili fondovima, visinu naknada za posredovanje, vrstama fondova i njihovim očekivanjima (povratima). Budući da dionice predstavljaju vlasnička prava, potrebno je da znate kako ista ostvariti i zaštititi. Sve to zahtijeva dodatni napor i trošak za malog investitora. Povrat (dividenda) od dionica mora biti dovoljno velika da bi pokrila navedene troškove i otklonila strah od rizika. Na razvijenim tržištima investitor ima izbor investirati u vrijednosne papire (dionice) bez utvrđene stope očekivanog prinosa, u vrijednosne papire (obveznice) s unaprijed utvrđenom stopom budućeg prinosa ili opredijeliti se za štednju kod financijskih institucija (banaka).

U nedostatku razvijenog tržišta kapitala, srednja, a posebno velika društva nailaze na ograničenja u rastu kapitala. Preveliko zaduživanje dovodi do financijske ranjivosti i smanjuje financijsku otpornost društva. Ovo dalje dovodi do smanjenja investicija, zaposlenosti i gospodarskog rasta. Postojanje većeg broja različitih kanala financiranja i financijskog posredovanja povećava financijsku otpornost društava u kriznim situacijama.

Postojanje razvijenog tržišta kapitala omogućuje širok broj investitora, čime se povećava demokratizacija utjecaja na ukupan razvoj i preraspodjelu budućih dobitaka (dividendi).

3. TRŽIŠNI INDIKATORI

Tržišni indikator je promjena u tržišnoj kapitalizaciji u usporedbi s vrijednošću izračunatom po zatvaranju tržišta prethodnog dana trgovanja. Algoritam za izračunavanje indikatora ignorira promjene u tržišnoj kapitalizaciji uslijed uključena ili isključenja vrijednosnih papira u sustav trgovanja prethodnog dana trgovanja. Burzovni indeksi su bitni indikatori na tržištima kapitala. To su indeksi cijena dionica koje su emitirala poduzeća čijim dionicama se trguje na burzi. Indeksi pokazuju odnos ponude i potražnje dionica za dani dan. Ako cijene dionica rastu (potražnja je veća), to će imati pozitivne

učinke na burzovni indeks - indeks raste, i obrnuto. Postoji nekoliko indeksa na burzama BiH, od kojih su najvažniji indeksi Sarajevske burze (SASE) SASX-10, SASX-30 i BIFX, i indeksi Banjalučke burze (BLSE) BIRS, ERS10, FIRS.

Sarajevska burza 10 - SASX-10 je referentni indeks koji prati trendove cijena za vodećih deset tvrtki na tržištu (bez investicijskih fondova) mjereno tržišnom kapitalizacijom i frekvencijom trgovanja. SASX je cjenovni ponderirani indeks, pri čemu se tržišna kapitalizacija emitenta koristi kao ponder. Nijedno sudjelovanje pojedinačnog emitenta ne može biti veće od 20 posto. Bazni nadnevak indeksa je 31. prosinca 2004. Bazna vrijednost indeksa u to vrijeme je bila 1.000,00 indeksnih poena.

Indeks Sarajevske burze 30 - SASX-30 je cjenovni indeks, tj. plaćene dividende se ne uzimaju u obzir u izračunavanju indeksa. To je također referentni indeks koji ima namjenu omogućiti investitorima i analitičarima da procijene generalne trendove na najlikvidnijem dijelu slobodnog tržišta na SASE - burzi vrijednosnih papira. SASX-30 je jednako ponderiran indeks, gdje svaki sudionik ima isti utjecaj na trend indeksa, bez obzira na tržišnu kapitalizaciju individualnog emitenta. SASX-30 uključuje samo simbole emitenata koji su uključeni u primarno slobodno tržište. Bazna vrijednost indeksa SASX-30 je 1.000,00 indeksnih poena. Bazni nadnevak indeksa je 31. ožujka 2009.

Indeks bosanskog investicijskog fonda - BIFX je referentni indeks SASE koji prati trendove cijena investicijskih fondova koji su uključeni na SASE tržište. BIFX je cjenovni ponderirani indeks gdje se tržišna kapitalizacija fonda koristi kao ponder.

Maksimalni udjel pojedinačnog fonda nije ograničen. Bazni nadnevak indeksa je 28. svibnja 2002. Bazna vrijednost indeksa u to vrijeme je bila 1.000,00 indeksnih poena.

Vrši se redovita polugodišnja revizija indeksa koja treba biti implementirana prvog dana trgovanja, u skladu s novim sastavom na primarnom slobodnom tržištu. Burzovni indeks RS-a - BIRS je,

također, cjenovni indeks, tj. plaćene dividende se ne uzimaju u obzir pri izračunavanju indeksa. BIRS je također ponderirani indeks, određen tržišnom kapitalizacijom emitenta. Tržišna kapitalizacija uključuje obične dionice kojima se trguje u javnosti. Sudjelovanje pojedinačnog emitenta ili više povezanih emitenata ne može biti veće od 20 posto. BIRS može uključivati dionice od pet do trideset emitenata. Može uključivati dionice emitenata koji zadovoljavaju opće uvjete za uključenje, osim investicijskih fondova. Bazni nadnevak indeksa je 1. svibnja 2004. a njegova bazna vrijednost je bila 1.000,00 indeksnih poena.

Indeks Elektroprivrede Republike Srpske - ERS 10 je još jedan cjenovni indeks. To je, također, ponderirani indeks, određen tržišnom kapitalizacijom emitenta. Uključuje deset poduzeća, tj. pet za opskrbu električnom energijom, tri hidroelektrane i dva rudnika i termoelektrane. Bazna vrijednost indeksa ERS 10 je 1.000,00 indeksnih poena, a bazni nadnevak je 1. siječnja 2006.

Indeks investicijskih fondova RS-a - FIRS je ponderirani indeks, a ponderi su određeni tržišnom kapitalizacijom. To je, također, cjenovni indeks. Broj investicijskih fondova čije su dionice uključene u FIRS zavisi od broja investicijskih fondova čije su dionice uključene na službenoj burzi i od zadovoljavanja uvjeta FIRS-a. Bazni nadnevak indeksa je 8. kolovoza 2004. Njegova bazna vrijednost je 1.000,00 indeksnih poena. Redovite revizije se vrše dva puta godišnje na BLSE, zadnjeg dana trećeg tjedna u svibnju i studenome. Revizija se vrši na temelju podataka o burzovnom trgovanju za šestomjesečno razdoblje koje se završava posljednjeg dana mjeseca koji prethodi reviziji.

Kao što je navedeno u prethodnom tekstu, trenutačna financijska i ekonomska kriza nije mogla zaobići BiH. Industrijska proizvodnja je značajno pala, kao i proračunski prihodi, dok su proračunski deficit i kamatne stope porasli, a opseg trgovine i vrijednost indeksa na burzama u BiH su pali. Kriza nije imala isti utjecaj na FBIH i RS, uglavnom zbog spore pripreme i reakcije na krizu.

Tablica 1: Osnovni ekonomski indikatori za BiH: 2001-2008. (u postocima BDP-a, ako nije drukčije navedeno).

Br.	Indikatori	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
1.	Nominalni BDP (u milijunima KM) Trenutačne cijene	13,821	14,505	15,786	16,928	19,121	21,759	24,716
2.	Realni BDP (stopa rasta %)	4.9	3.8	6.3	3.9	6.9	6.0	5.4
3.	Prosječna godišnja inflacija	0.4	0.6	0.4	3.8	6.1	1.5	7.4
4.	Prihodi proračuna opće vlade	37.1	41.5	40.4	42.1	44.9	45.4	44.1
5.	Rashodi proračuna opće vlade	37.2	40.8	38.8	39.6	42.0	44.1	46.1
6.	Ukupna bilanca proračuna opće vlade	-0.1	0.7	1.6	2.4	2.9	1.3	-2.0
7.	Novac u širem smislu (M2)	36.7	37.9	43.3	47.7	52.7	56.6	51.4
8.	Kredit nevladinom sektoru	30.5	35.0	37.3	44.3	48.3	54.7	57.8
9.	Bruto službene rezerve (u milijunima KM)	2,484	2,793	3,479	4,225	5,452	6,699	6,296
10.	Deficit tekućeg računa (u milijunima KM)	-2,450	-2,814	-2,579	-2,933	-1,505	-2,252	-3,675

Izvor: Bilten 2. 2009. CBBiH, str. 16.

4. ANALIZA TRŽIŠTA KAPITALA U BIH

Radi što boljeg uvida u stanje na tržištu kapitala u BiH u nastavku se daje deskriptivna analiza Sarajevske burze (SASE) i Banjalučke burze (BLSE) za razdoblje koje je obuhvaćeno istraživanjem, tj. od njihova osnutka 2004. do 2010. godine. Tablica broj 3. prikazuje ostvareni promet u KM te tržišnu kapitalizaciju za svaku burzu

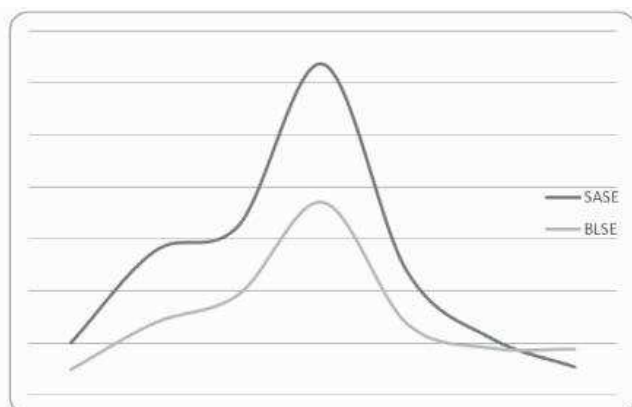
Tablica 2: Pregled tržišta kapitala u BiH od 2004. do 2010. godine

OBILJEŽJE		SASE	%	BLSE	%	UKUPNO BIH	% BDP
2004.	Promet u KM	201.137.332	67,15%	98.402.660	32,85%	299.539.992	1,90%
	Promet u dionicama	38.647.412					
	Broj transakcija	60.741					
	Tržišna kapitalizacija	3.751.848.480	70,09%	1.601.032.372	29,91%	5.352.880.852	
2005.	Promet u KM	555.353.931	66,63%	278.107.652	33,37%	833.461.583	4,92%
	Promet u dionicama	64.554.489					
	Broj transakcija	115.894					
	Tržišna kapitalizacija	6.469.641.420	69,24%	2.874.140.399	30,76%	9.343.781.819	
2006.	Promet u KM	654.717.252	62,76%	388.464.941	37,24%	1.043.182.194	5,46%
	Promet u dionicama	50.083.545					
	Broj transakcija	78.475					
	Tržišna kapitalizacija	11.404.786.537	59,05%	7.908.295.863	40,95%	19.313.082.400	
2007.	Promet u KM	1.274.340.116	63,18%	742.582.291	36,82%	2.016.922.407	9,27%
	Promet u dionicama	70.772.676					
	Broj transakcija	158.507					
	Tržišna kapitalizacija	15.518.257.216	66,70%	7.747.849.962	33,30%	23.266.107.178	
2008.	Promet u KM	477.079.376	63,43%	275.090.237	36,57%	752.169.612	3,04%
	Promet u dionicama	17.115.675					
	Broj transakcija	39.241					
	Tržišna kapitalizacija	7.808.681.905	67,93%	3.685.729.501	32,07%	11.494.411.406	
2009.	Promet u KM	219.085.459	54,83%	180.493.307	45,17%	399.578.766	1,67%
	Promet u dionicama	19.632.223					
	Broj transakcija	25.707					
	Tržišna kapitalizacija	7.158.678.914	65,58%	3.756.543.171	34,42%	10.915.222.085	
2010.	Promet u KM	108.554.379	38,12%	176.195.081	61,88%	284.749.460	1,15%
	Promet u dionicama	76.337.803					
	Broj transakcija	18.244					
	Tržišna kapitalizacija	7.210.603.027	65,89%	3.732.304.036	34,11%	10.942.907.063	

Izvor: izračun autora (2011) prema podacima dostupnim iz službenih godišnjih izvješća SASE i BLSE te podacima Agencije za statistiku BiH za 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009. i 2010. godinu.

Iz podataka je vidljivo da je od 2004. do 2007. godine promet na tržištu kapitala u BiH rastao, no u 2008. s pojavom finansijske krize počinje opadati te je 2010. godina zaključena na nižoj razini

Grafikon 1: Promet na SASE i BLSE od 2004. do 2010.

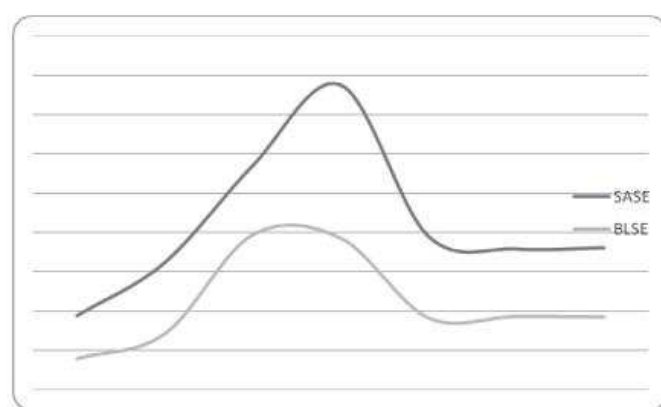


Izvor: Izračun autora prema podacima iz vlastite baze podataka (2011)

pojedinačno, kao i u ukupnom iznosu. Da bi se bolje iskazao (ne)utjecaj tržišta kapitala na gospodarstvo, ukupni promet ostvaren na burzi je stavljen u odnos s nominalnim bruto društvenim proizvodom. Za Sarajevsku burzu, osim prometa u KM prikazan je i promet u broju trgovanih dionica te godišnji broj ostvarenih transakcija, dok za Banjalučku burzu ti podaci nisu raspoloživi.

negoli 2004, kako u apsolutnoj vrijednosti prometa (284.749.460 KM), tako i u postotku od BDP-a (1,15%). Ovo je također vidljivo i iz grafikona koji su prikazani u nastavku.

Grafikon 2: Tržišna kapitalizacija na SASE i BLSE od 2004. do 2010.

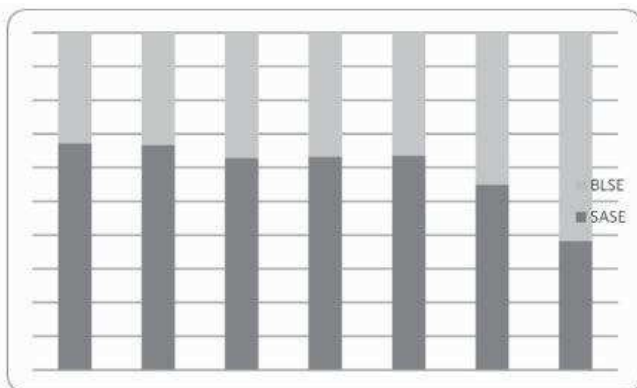


Izvor: Izračun autora prema podacima iz vlastite baze podataka (2011)

Ono što se također može uočiti jest da Sarajevska burza prema ostvarenom prometu i tržišnoj kapitalizaciji dominira u odnosu na Banjalučku burzu. Iznimka je 2010. godina, u kojoj je promet ostvaren na Banjalučkoj burzi bio viši negoli promet ostvaren na SASE.

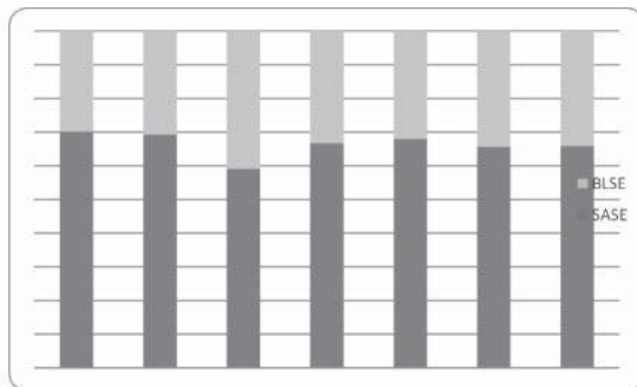
Relativni odnosi između prometa i tržišne kapitalizacije ove dvije burze daju se u grafikonima u nastavku. Naime, iako je promet burze najčešće korištena mjera razvijenosti i važnosti nekog tržišta kapitala, važan je i podatak o tržišnoj kapitalizaciji koja predstavlja ukupnu vrijednost svih izdanih dionica, a izračunava se kao produkt tržišne vrijednosti dionice s ukupnim brojem izdanih dionica.

Grafikon 3: Relativni odnos prometa u KM ostvarenog na SASE i BLSE od 2004. do 2010.



Izvor: Izračun autora prema podacima iz vlastite baze podataka (2011)

Grafikon 4: Relativni odnos tržišne kapitalizacije u KM ostvarene na SASE i BLSE od 2004. do 2010.

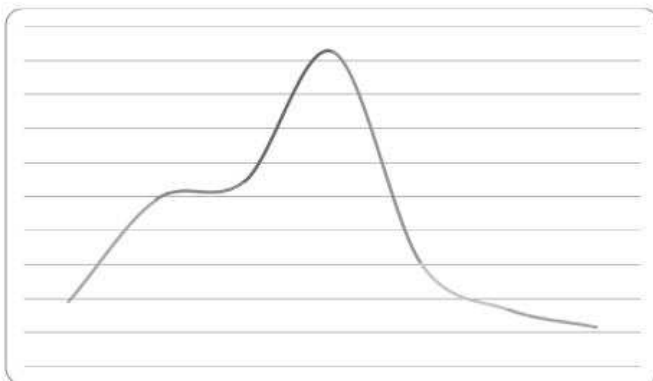


Izvor: Izračun autora prema podacima iz vlastite baze podataka (2011)

Kao što je vidljivo iz podataka prikazanih na grafikonima, SASE u svim godinama osim 2010. čini više od 60% ukupnog prometa ostvarenog na tržištu kapitala u BiH. Također, SASE ima otprilike isti relativni udio (viši od 60%) u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji realiziranoj u BiH od 2004. do 2010. godine. S obzirom na sve, potrebno je dodatno proučiti poslovanje na obje burze u 2010. kako bi se objasnio odstupanje u odnosu prometa evidentirano u 2010. Detaljnom analizom može se zaključiti kako je razlog ovome uvrštenje osam emisija općinskih obveznica te dvije emisije korporativnih obveznica na BLSE koje su podigle promet, ali ne i tržišnu kapitalizaciju, jer se obveznicama u pravilu trguje u velikim blokovima između institucionalnih investitora, dok su individualni ulagatelji u ovaj oblik vrijednosnih papira rijetki.

Konačno, važnost tržišta kapitala u BiH može se analizirati kroz odnos prometa ostvarenog na tržištu kapitala i društvenog bruto proizvoda, čije se kretanje prikazuje u grafikonu u nastavku.

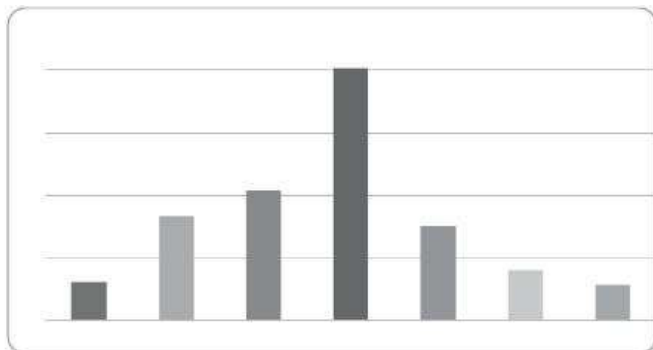
Grafikon 5: Relativni udio ukupnog prometa na tržištu kapitala u BiH prema BDP-u od 2004. do 2010.



Izvor: Izračun autora prema podacima iz vlastite baze podataka (2011)

Kretanje relativnog udjela ukupnog prometa ostvarenog na tržištu kapitala u BiH prema BDP-u korisno je usporediti s apsolutnim vrijednostima ukupnog prometa ostvarenog na tržištu kapitala u BiH kako bi se vidjelo je li ostvareni trend rezultat općih promjena u gospodarstvu ili je isključivo vezan za stanje na tržištu kapitala. Stoga je kretanje ukupnog prometa na tržištu kapitala dano na sljedećem grafikonu.

Grafikon 6: Kretanje ukupnog prometa ostvarenog na tržištu kapitala u BiH od 2004. do 2010.



Izvor: Izračun autora prema podacima iz vlastite baze podataka (2011)

Paralelno kretanje trendova na grafikonima ukazuje na činjenicu da je silazna vrijednost prometa na tržištu kapitala rezultanta općeg stanja u gospodarstvu, jer se osim prometa na tržištu kapitala smanjila i vrijednost BDP-a. S obzirom na to da negativni trend počinje u 2008. i nastavlja se kroz 2009. i 2010. godinu, može se pripisati globalnoj financijskoj krizi, koja je prema Hintonu¹ došla u prvi plan svjetskih medija i u poslovnom svijetu u rujnu 2008. sa slomom velikih američkih financijskih tvrtki Fannie Mae i Freddie Mac. To je bio samo početak negativne spirale koja je povukla veliki broj gospodarstava u recesiju, a tržišta kapitala i glavne burzovne indekse prema dnu, što također treba imati na umu pri interpretaciji dobivenih rezultata.

Konačno, radi što relevantnijeg tumačenja dobivenih rezultata te usporedbe s ostalim relevantnim prethodnim istraživanjima, tržište kapitala u BiH i regulativni okvir financijskog izvještavanja potrebno je kategorizirati s obzirom na Nobesovu klasifikaciju

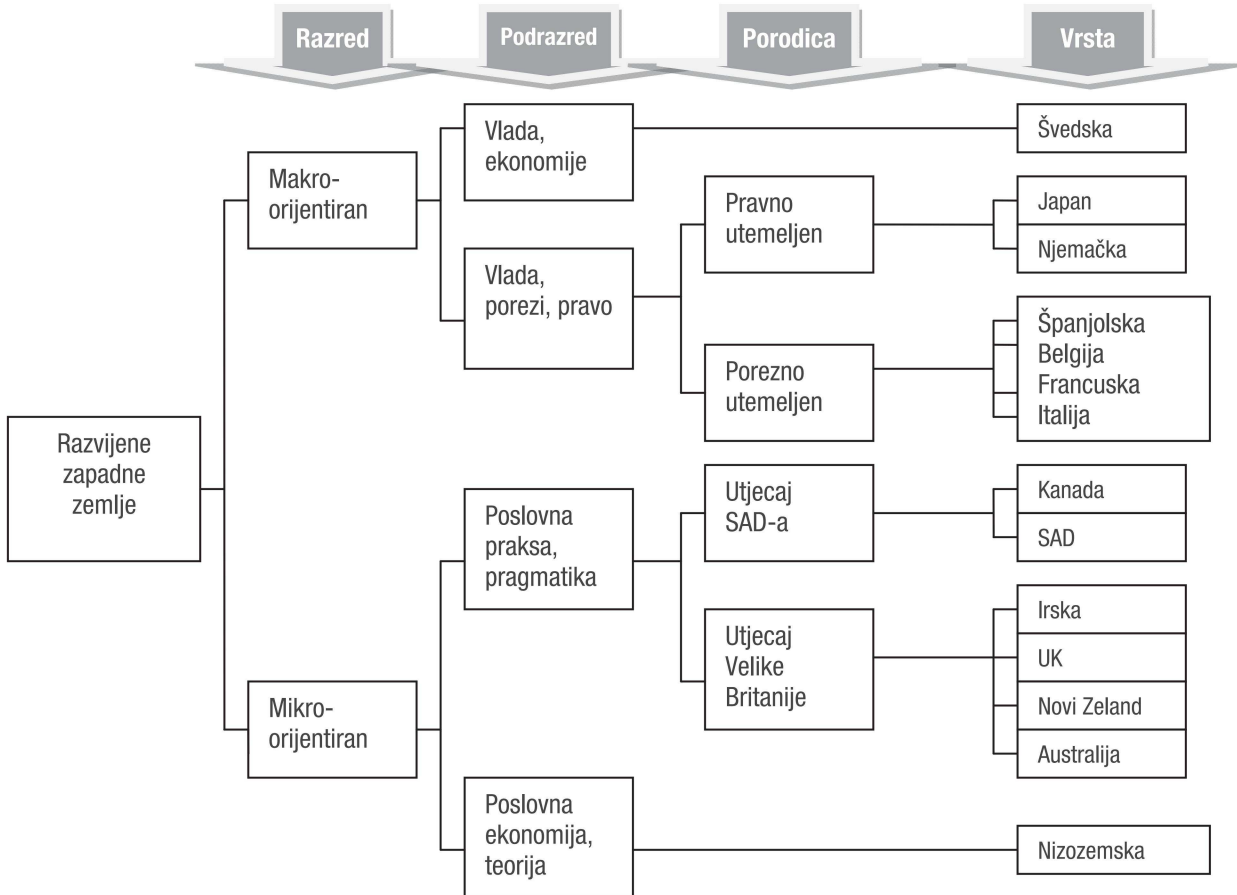
¹ Hinton, P. (2009) *The Start of the Global Financial Crisis (2008): Timeline of Events in September 2008 Causing the Global Recession*, Available at: <http://www.suite101.com> (18.10.2011)

računovodstvenih sustava² koja se bazira na orijentiranosti poduzeća k određenim izvorima financiranja te pravnom sustavu tj. regulativnom okviru.

U tom kontekstu, financijski sustavi se mogu podijeliti u dvije osnovne skupine: **mikroekonomski sustav**, orijentiran na poduzeća

i dizajniran za služenje korisnicima koji osiguravaju kapital; te **makroekonomski sustav**, orijentiran i dizajniran za udovoljavanje potrebama regulativnih tijela (primarno oporezivanje ili ekonomski menadžment).

Shematski Nobes ove sustave prikazuje na sljedeći način:



Izvor: Nobes, C. W.: *A Judgemental International Classification of Financial Reporting Practices*, str. 7.

Detaljniju razradu klasifikacijskog modela Nobesa i Portera daje se u sljedećoj tablici broj 3:

Tablica 3: Klasifikacijski model Nobesa i Portera

MIKROORIJEKTIRANI	MAKROORIJEKTIRANI
Jako, razvijeno tržište kapitala	Slabo, nerazvijeno tržište kapitala
Velika disperzija vlasništva, veliki broj eksternih dioničara	Slaba disperzija vlasništva, mali broj internih dioničara
Razdvojeno računovodstvo i računovodstvo za porezne svrhe	Jedinstveni sustav računovodstva, podređen računovodstvu za porezne svrhe
Razvijeno i konkurentno revizorsko tržište	Nerazvijeno revizorsko tržište s malim brojem revizora

Izvor: Nobes, C. and R. B. Parker. 2010. *Comparative International Accounting*, str. 4.

Kao što je vidljivo iz sheme i tabličnog prikaza, početna klasifikacija po razredu se zasniva na svrsi financijskog izvještavanja, odnosno primarnim korisnicima financijskih izvješća. Daljnju klasifikaciju na podrazrede i porodice Nobes je napravio analizirajući čimbenike kao što su stupanj uključivanja procjene u izradi financijskih izvješća, važnost poreza u mjerenju, stupanj opreznosti/konzervatizma, primjena načela povijesnog troška, praksa izrade konsolidiranih izvješća,

itd. Povlačeći paralelu sa stupnjem razvijenosti tržišta kapitala, može se reći da zemlje s makroekonomskim računovodstvenim sustavom nemaju razvijeno tržište kapitala, već se glavnina sredstava za financiranje osigurava od financijskih institucija, dok zemlje s mikroekonomskim računovodstvenim sustavom imaju razvijena tržišta kapitala na kojima poduzeća pribavljaju najveći dio potrebnog kapitala.

² Nobes, C. W.: *A Judgemental International Classification of Financial Reporting Practices* // Journal of Business Finance & Accounting. Oxford: Spring 1983. Vol.10, Iss. 1, pp 1-19.

Pravni sustav je također važan u određivanju mjere u kojoj je financijsko izvještavanje regulirano zakonodavstvom trgovačkih društava. Tako se računovodstveno izvještavanje bitno razlikuje u zemljama koje imaju tradiciju rimskog (civilnog) prava - kao što su npr. Francuska i Njemačka - od zemalja koje primjenjuju englesko (običajno, zajedničko) pravo - kao što su npr. Velika Britanija i SAD.

U ovim zemljama je zakonodavstvo trgovačkih društava nadopunjeno računovodstvenim pravilima te se javno objavljena financijska izvješća namijenjena dioničarima/vlasnicima i drugim eksternim korisnicima razlikuju od izvješća namijenjenih u porezne svrhe.

ZAKLJUČAK

Promatrajući pozitivne učinke ulaganja dioničara na razvijenim tržištima kapitala, tržištima kapitala u tranzicijskim zemljama, te zemljama u okružju, vidimo da je stvoren interes ulagača za investiranje na burzama u Bosni i Hercegovini. Unatoč interesu za ulaganjem možemo reći da je tržište kapitala u Bosni i Hercegovini još uvijek nedovoljno razvijeno i da znatno zaostaje za bankarskim sektorom kada je riječ o investiranju, a time i stvaranju nove vrijednosti u gospodarstvu. U posljednjih nekoliko godina, pogotovu prije nastanka krize, pojačan je interes za ulaganjem pa su mnogi građani postali vlasnici dionica, kroz javne ponude, ili prije toga, privatizacijom poduzeća. Unatoč tome, postoje nepoznanice i dvojbe sa kojima se vlasnici dionica i ulagači na tržištu kapitala svakodnevno susreću što znatno usporava procese trgovanja i investiranja na tržištu kapitala. Upravo iz razloga nedovoljne razvijenosti tržišta kapitala može se zaključiti da tržište kapitala nema veliku

ulogu u financiranju poduzeća, već je ta uloga primarno prepuštena financijskim institucijama (bankama). Ako Bosna i Hercegovina uspije organizirati tržište kapitala koje će moći pozitivno odgovoriti investitorskim željama, dogodit će se ono što mnoge zemlje žele – razvijeno tržište kapitala. Intervencija države je nužna kako u uspostavljanju regulative, tako i u vršenju kontrolne funkcije. Unutar tržišta nije poželjno uplitanje države. Treba ga prepustiti poduzetničkoj i individualnoj inicijativi, a država može i treba se pojaviti te intervenirati na tržištu preko emitiranja i povlačenja vrijednosnih papira u svrhu postizanja određenih razvojnih ciljeva.

IZVORI

1. V. Belak, *Menadžersko računovodstvo*, RRI, Zagreb, 1995.
2. V. Belak, Ž. Aljinović-Barač, *Tajne tržišta kapitala*, Belak Excelens, Zagreb, 2008.
3. P. O'Regan, *Financial Information Analysis*, John Wiley & Sons, Ltd., 2006.
4. Hinton, P. (2009) *The Start of the Global Financial Crisis (2008): Timeline of Events in September 2008 Causing the Global Recession*, Available at: <http://www.suite101.com>
5. Nobes, C. W.: *A Judgemental International Classification of Financial Reporting Practices* // *Journal of Business Finance & Accounting*. Oxford: Spring 1983. Vol.10, Iss. 1, pp 1-19.
6. Nobes, C. and R. B. Parker (2010) *Comparative International Accounting*, 11th edition. Prentice Hall.

SUMMARY

The capital market in Bosnia and Herzegovina is lagging behind compared to the countries in transition and neighbouring countries. The existing capital market is typical of underdeveloped and poor countries. The development of Bosnia and Herzegovina has been slowed down by inappropriate structure and low-quality investments. The private investments fail to compensate for the reduction of the state (public) investments. The investments depend on foreign savings. One of the reasons for such situation is the underdeveloped capital market.

Key words: capital market, stock market, investments, savings, funds, banks.