

UNIVERZITET U SARAJEVU
EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD
GOING PUBLIC I IPO

Sarajevo, januar 2025.

IRMA DEMIROVIĆ

U skladu sa članom 54. Pravila studiranja za I, II ciklus studija, integrisani, stručni i specijalistički studij na Univerzitetu u Sarajevu, daje se

IZJAVA O AUTENTIČNOSTI RADA

Ja, Irma Demirović, student/studentica drugog (II) ciklusa studija, broj index-a 5733-75747 na programu menadžment, smjer Finansijski menadžment i bankarstvo, izjavljujem da sam završni rad na temu:

GOING PUBLIC I IPO

pod mentorstvom prof. dr. Džafer Alibegović izradio/izradila samostalno i da se zasniva na rezultatima mog vlastitog istraživanja. Rad ne sadrži prethodno objavljene ili neobjavljene materijale drugih autora, osim onih koji su priznati navođenjem literature i drugih izvora informacija uključujući i alate umjetne inteligencije.

Ovom izjavom potvrđujem da sam za potrebe arhiviranja predao/predala elektronsku verziju rada koja je istovjetna štampanoj verziji završnog rada.

Dozvoljavam objavu ličnih podataka vezanih za završetak studija (ime, prezime, datum i mjesto rođenja, datum odbrane rada, naslov rada) na web stranici i u publikacijama Univerziteta u Sarajevu i Ekonomskog fakulteta.

U skladu sa članom 34. 45. i 46. Zakona o autorskom i srodnim pravima (Službeni glasnik BiH, 63/10) dozvoljavam da gore navedeni završni rad bude trajno pohranjen u Institucionalnom repozitoriju Univerziteta u Sarajevu i Ekonomskog fakulteta i da javno bude dostupan svima.

Sarajevo, 14.01.2025.

Potpis studentice: Irma Demirović

SAŽETAK

Odluka o finansiranju je jedna od najznačajnijih odluka finansijskog menadžmenta svake kompanije. S obzirom na važnost ove odluke, postavlja se pitanje na koji način će kompanija prikupiti potrebna sredstva da bi preduzela različite investicijske poduhvate. Upravo jedan od načina na koji kompanija može pristupiti izvorima finansiranja jeste going public, odnosno javna emisija dionica. Going public pruža kompaniji mogućnost da proširi i finansira svoje poslovne aktivnosti, ali taj proces donosi niz prepreka i zakonskih regulativa što može biti izazovno za manje razvijena tržišta kapitala kao što je Zapadni Balkan. Na području Zapadnog Balkana vrlo malo kompanija koristi javnu emisiju dionica kao način za prikupljanje sredstava. Upravo zbog važnosti ove teme i pitanja, svrha ovog rada je istražiti zašto kompanije Zapadnog Balkana ne koriste prednosti finansiranja dionicama već posežu za drugim načinima finansiranja kao na primjer krediti od banaka, finansiranjem iz dobiti itd. Iako se going public odnosi na emisiju vrijednosnih papir (obveznica ili dionica), veći fokus je na dionicama i s toga i ovaj magistarski rad stavlja fokus na dionice. Going public predstavlja vrlo važnu prekretnicu u razvoju jedne kompanije, a to je prelazak iz statusa privatne kompanije u javnu. Uz pomoć IPO do tada zatvorena kompanija sa privatnom strukturom kapitala prelazi u javnu, otvarajući se prema drugim investitorima (Lowry, Michaely i Volkova, 2017). Komparativna analiza između zemalja Zapadnog Balkana sastoji se od tri dijela. Prvi dio se odnosi na prikupljanje članaka i istraživanja drugih autora kako bi se uvidjelo stanje kada je riječ o inicijalnim javnim ponudama. Također ovaj dio obuhvata i pribavljanje relevantnih zakona koji uređuju proces inicijalne javne ponude. Drugi dio se odnosi na komparativnu analizu zakona i procedura registracije kako bi se uočile razlike između zemalja, a treći dio se odnosi na zaključke sprovedene komparativne analize, te uviđanje prepreka koje otežavaju kompanijama inicijalnu javnu ponudu. Ovaj rad pruža podlogu za daljnje istraživanje koje može dati detaljniji uvid za svaku od zemalja, zašto se kompanije ne odlučuju za IPO. Analizom je utvrđeno da je svega nekoliko inicijalnih javnih ponuda bilo, te da sam proces nije od značaja za vlasti.

Ključne riječi: going public, IPO, Zapadni Balkan, izvori finansiranja

ABSTRACT

The financing decision is one of the most significant decisions in the financial management of any company. Given the importance of this decision, the question arises as to how the company will raise the necessary funds to undertake various investment ventures. One way a company can access financing sources is by going public. Going public allows the company to expand and finance its business activities, but this process brings a range of obstacles and regulatory requirements, which can be challenging for less developed capital markets such as those in the Western Balkans. In the Western Balkans, very few companies use going public as a way to raise funds. Given the importance of this topic and question, the purpose of this paper is to explore why companies in the Western Balkans do not utilize the advantages of equity financing but instead resort to other methods of financing, such as

bank loans, financing from profits, etc. Although going public involves the issuance of securities (bonds or stocks), the focus here is on stocks, and therefore this master's thesis also focuses on stocks. Going public represents a significant milestone in the development of a company, as it marks the transition from a private company to a public one. With the help of an IPO, a previously private company with a closed capital structure becomes public, opening up to other investors (Lowry, Michaely, and Volkova, 2017). The comparative analysis between the countries of the Western Balkans consists of three parts. The first part involves collecting articles and research from other authors to understand the state of initial public offerings. This part also includes obtaining relevant laws that regulate the IPO process. The second part involves a comparative analysis of the laws and registration procedures to identify the differences between countries, and the third part pertains to the conclusions drawn from the comparative analysis and identifying the barriers that make it difficult for companies to conduct an IPO. This paper provides a foundation for further research, which can offer a more detailed insight into each of the countries as to why companies do not opt for an IPO. The analysis has determined that only a few initial public offerings have taken place and that the process itself is not of significance to the authorities.

Key words: going public, IPO, Western Balkans, sources of financing

SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
1.1 Ciljevi istraživanja.....	2
1.2 Istraživačka pitanja	2
1.3. Metodologija rada.....	2
1.4. Struktura rada	3
2. FINANSIJSKA TRŽIŠTA.....	3
2.1 Podjela finansijskog tržišta.....	4
2.1.1. Tržište novca.....	6
2.1.2. Tržište kapitala.....	7
3. ODLUKA O FINANSIRANJU KOMPANIJE.....	10
3.1 Osnovne dileme finansiranja	12
4. BERZE I DIONICE.....	13
4.1. Podjela berzi.....	14
4.1.1 Efektne berze	14
4.1.2. Novčane berze	14
4.1.3. Robne berze	15
4.1.4. Devizne berze	15
4.2. Zadaci berze	15
4.3. Berzansko poslovanje	16
4.3.1 Trgovanje vrijednosnim papirima.....	17
4.3.1.1. <i>Osnovni elementi naloga za trgovanje</i>	<i>17</i>
4.4. Dionice	19
5. GOING PUBLIC I IPO.....	20
5.1. Going public i IPO proces.....	22
6. PREGLED LITERATURE.....	24
6.1. Finansiranje kompanije i struktura kapitala.....	24
6.2. Motivi za IPO proces	26
6.3. Različitosti u IPO procesu između zemalja.....	28
6.4. Anomalije i upravljanje zaradom u IPO procesu	29
6.5. Zašto kompanije ne emituju dionice?	31
7. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE.....	34

7.1. Uvod i pregled literature	34
7.1.1. Bosna i Heregovina u kontekstu going public i IPO	35
7.1.2. Srbija u kontekstu IPO.....	39
7.1.3. Hrvatska u konektsku IPO	42
7.1.4. Crna Gora u kontekstu IPO	44
7.1.5 Albanija u kontekstu IPO.....	47
7.1.6. Makedonija u kontekstu IPO	48
7.2. GAP analiza.....	49
8. ZAKLJUČAK	51

POPIS SLIKA:

Slika 1: Struktura tržišta kapitala.....	6
Slika 2: Grafikon IPO-a na evropskom tržištu	23

POPIS TABELA:

Tabela 1: GAP analiza	50
-----------------------------	----

POPIS SKRAĆENICA

IPO – Inicijalna javna ponuda

SPO – Sekundarna javna ponuda

SASE – Sarajevska berza vrijednosnih papira

BLSE – Banjalučka berza

ZSE – Zagrebačka berza

MNSE – Montenegroberza

MSE – Makedonska berza

LSE – Londonon Stock Exchange

1. UVOD

Going public predstavlja jedan od najvažnijih događaja u životu jedne kompanije. U jednom trenutku poslovanja, da bi kompanije nastavile rasti i širiti svoj posao moraju prikupiti dodatni neophodni kapital. Ponekad, jedan od najboljih načina za prikupljanje kapitala jeste javna emisija dionica. Međutim bitno je naglasiti da ovaj događaj ima dugoročni uticaj na poslovanje. Dakle, to ne zadovoljava samo kapitalne potrebe kompanije već i oblikuje na koji način će firma naknadno nuditi javno svoje vrijednosne papire. Going public predstavlja trenutak kada kompanija izvrši javnu emisiju dionica, a sam proces se naziva inicijalna javna ponuda. U početku svog životnog ciklusa, kompanije su zatvorene, odnosno privatne tvorevine. Privatne kompanije su u vlasništvu uglavnom porodice, prijatelja. Privatna kompanija emisijom dionica postaje javna. Dionicama javnih kompanija se trguje na berzi, te one podliježu strožijim zahtjevima.

Privatne kompanije imaju ograničenje u pogledu prikupljanja dodatnog kapitala za razliku od javnih kompanija. Kada kompanija postane javna onda ima veće mogućnosti za razvijanje poslovanja. U literaturi se često navode prednosti i nedostaci inicijalne javne ponude. Kao argument protiv se najčešće javlja to što je nakon IPO procesa, svo poslovanje kompanije javno. Dakle, kompanije u privatnom vlasništvu mogu prikriti probleme u poslovanju. (Damodaran, 2001).

Inicijalna javna ponuda je prekretnica u životnom ciklusu kompanije. Postoji nekoliko koraka koje kompanija mora napraviti prije javne emisije dionica. Kao prvi korak se javlja izbor investicijske banke. Odabir investicijske banke ovisi o mnogo faktora kao na primjer da li izdavatelj vrijednosnih papira želi da su vrijednosni papiri u vlasništvu institucionalnih ulagača ili individualaca. Javnom ponudom može upravljati jedan osiguravatelj ili više njih. Osiguravatelj ima zadatak da sastavi pismo namjere. Nakon toga slijedi izrada izjave o registraciji, koja se podnese komisiji za vrijednosne papire. Tada izjava postaje preliminarni prospekt. Nakon odobrenje izjave počinje road show, kako bi se ispitala zainteresovanost javnost. Koraci nakon road showa jesu printanje prospekta i distribucija dionica. (Brealey, Myers i Allen, 2019).

Kada je riječ o inicijalnim javnim ponudama, ne uspijevaju sve kompanije da realizuju svoj IPO. Prema statističkim podacima čak 20% kompanija iz SAD-a se povlače iz planirane tranzicije iz statusa privatne kompanije u javnu. Kao glavni razlog zbog kojeg se kompanije povlače mnogi smatraju nezadovoljstvo prijemom IPO od strane investitora. Svakako da povlačenje ponude nije bez posljedica po kompaniju. Neke od posljedica jesu nepovratni troškovi koji su uloženi za podnošenje zahtjeva za emisiju, potencijalno slabljenje konkurentske prednosti. Odustajanje od ponude može dati loš signal zainteresovanim stranama kao što su kupci i drugi potencijalni investitori koji bi uložili svoja sredstva. (Latham i Braun, 2010).

Rad se fokusira na istraživanje kako kompanije finansiraju svoj rast, koje se dileme javljaju prilikom izbora finansiranja, te detaljnije istraživanje IPO procesa i motiva za izlazak javno. Pregled literature daje prikaz naučnih radova koji istražuju zašto kompanije ostaju u privatnom statusu sa naglaskom na zemlje Zapadnog Balkana. Na području Zapadnog Balkana vrlo malo kompanija je javno plasiralo dionice, a cilj rada je istražiti da li je zakonodavni okvir kompanijama prepreka za inicijalni javni proces ili su u pitanju motivi dioničara i menadžmenta.

1.1. Ciljevi istraživanja

Kao ciljeve istraživanja odredili smo:

1. Identificirati različitosti u IPO procesima u zemljama Zapadnog Balkana
2. Istražiti prednosti i nedostatke IPO procesa u zemljama koje pripadaju Evropskoj Uniji za razliku od IPO u zemljama koje ne pripadaju
3. Identificirati prepreke i izazove IPO procesa u Bosni i Hercegovini

1.2. Istraživačka pitanja

Definisana su sljedeća istraživačka pitanja:

1. Zašto kompanije Zapadnog Balkana ne koriste prednosti finansiranja emisijom dionica?
2. Kako zakoni i regulatorni okviri utiču na odluku kompanija o emisiji dionica?
3. Kako članstvo u EU reguliše i olakšava donošenje odluke o emisiji dionica?
4. Kako regulatorni okvir u Bosni i Hercegovini olakšava ili otežava IPO proces?
5. Koji su izazovi IPO procesa u Bosni i Hercegovini?

1.3. Metodologija rada

Metodologija koja će biti korištena u ovom radu jeste komparativna analiza. Izvršit će se komparativna analiza zakona između zemalja Zapadnog Balkana.

Zemlje koje će biti obuhvaćene istraživanjem su Albanija, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Crna Gora, Srbija i Sjeverna Makedonija. U okviru ovih zemalja je i zemlja članica Evropske unije, što će omogućiti bolji pregled pravila i zakona kada je riječ o IPO procesu, te dati odgovor na pitanje da li postoje razlike u IPO procesima u zemljama koje su EU i u onima koje nisu.

Komparativna analiza u ovom radu će se bazirati na analizi zakona i procedura te zahtjeva za registraciju, koji mogu uticati na donošenje odluke o IPO. Pored analize zakona i pravnog okvira, izvršit će se i analiza procesa registracije koji mogu predstavljati prepreku za kompanije koje na ovaj način žele prikupiti sredstva, te ponuditi svoje dionice javno. Proces registracije se razlikuje između država, te uključuje dokumentaciju, rokove i administrativne zahtjeve.

1.4. Struktura rada

Rad će se sastojati od tri dijela. U prvom dijelu rada biti će prezentirani predmet istraživanja, istraživačka pitanja, ciljevi istraživanja i struktura rada. Također, u okviru prvog dijela rada biti će opisana ukratko metodologija koja je korištena.

Drugi dio rada se odnosi na teorijski aspekt dionica, berzanskih tržišta na kojima se obavlja trgovina te samog IPO procesa. Pored teorijskog dijela, drugi dio obuhvata i pregled literature o IPO, odnosno šta su drugi autori istraživali o ovom procesu, te do kojih zaključaka su došli.

Treći dio rada se odnosi na komparativnu analizu operativnih procedura registracije i emisije, zakona te pravnog okvira između zemalja Zapadnog Balkana sa ciljem uočavanja razlika između IPO procesa u zemljama koje su članice EU, te u onima koje nisu. Nakon identifikacije zemalja koje će biti obuhvaćene istraživanjem slijedi prikupljanje relevantnih podataka, koji su potrebni za komparativnu analizu. Kroz pravilnike, dokumente, zakone te propise će se prikupiti podaci. Jedan od ciljeva je uvidjeti da li članstvo u EU olakšava kompanijama IPO proces.

Posljednji segment ovog dijela odnosi se na analizu i zaključak

2. FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Alibegović (2017) navodi ključnu ulogu finansijskih tržišta a to je povezivanje kapitalom suficitne i deficitne jedinice. Obavljaju ključnu ekonomsku funkciju u usmjeravanju finansijskih sredstava iz vlada, domaćinstva ka kompanijama i onima kojima nedostaju sredstva jer žele trošiti više nego što imaju. Kompanija ili pojedinac mogu pribaviti potrebna finansijska sredstva na finansijskim tržištima na dva načina: izdavanjem obveznica ili hipoteka što predstavlja dužnički vrijednosni papir, te izdavanjem vlasničkih instrumenata odnosno dionica. Ukoliko kompanija izda obveznice, onda se ona obavezuje da će plaćati zajmodavcu kamate jednokratno ili periodično, a nakon isteka roka vraća i glavnice. Kupac obveznica ima samo materijalnu korist, za razliku od dionica gdje pored materijalne koristi stiče i upravljačko pravo. Stoga, priroda dionica je znatno složenija od obveznica. Vlasnici dionica profitiraju od povećanja vrijednosti i profitabilnosti, dok vlasnicima obveznica je zagarantovana isplata. (Mishkin i Eakins, 2017).

Rovčanin (2010) navodi u svojoj knjizi da brojni faktori određuju razvoj finansijskog tržišta a neki od najznačajnijih su:

1. novac
2. monetarna politika
3. koncentracija kapitala i
4. inflacija.

Sva četiri faktora determinišu razvoj finansijskog tržišta. Novac predstavlja osnovu za formiranje međunarodnih finansijskih tržišta. Od monetarne politike direktno zavisi masa novca u opticaju. Veća koncentracija kapitala vodi ka stvaranju novih struktura i mehanizama na finansijskim tržištima. Inflacija utiče na finansijsko tržište i značajno ga destabilizuje. Kao osnovne funkcije finansijskih tržišta autor Rovčanin (2010) navodi sljedeće:

1. alokacija novca i kapitala
2. obezbjeđenje likvidnosti
3. određivanje cijene
4. mobilizacija finansijske štednje
5. smanjenje transakcionih troškova i
6. alokacija rizika

Finansijsko tržište vrši distribuciju finansijskih sredstava od onih koji imaju višak finansijskih sredstava prema emitentima vrijednosnih papira. Investitor ocjenjuje koji investitor je pouzdan i gdje treba da uloži svoj novac. Uz pomoć izvedenih vrijednosnih papira moguća je alokacija odnosno prenos rizika. Vlasnici određene finansijske instrumente mogu prodati prije roka dospijeca čime je osiguran visok stepen likvidnosti.

2.1. Podjela finansijskog tržišta

Postoje brojne podjele finansijskog tržišta, a najznačajnije su:

- s obzirom na vrijeme trajanja prava na potraživanje, finansijska tržišta dijelimo na:
 1. tržište novca i
 2. tržište kapitala
- prema tome da li se vrijednosni papiri pojavljuju prvi put ili ne, dijelimo finansijsko tržište na:
 1. primarno tržište i
 2. sekundarno tržište

Finansijska tržišta imaju vrlo brzu dinamiku, te se relacije brzo uspostavljaju. Razlikuju se primarna i sekundarna tržišta, a koja su važna za inicijalnu javne ponude i uspostavljanje odnosa između investitora, zajmodavca onog koji ulaže kapital i zajmoprimca. Međutim, u

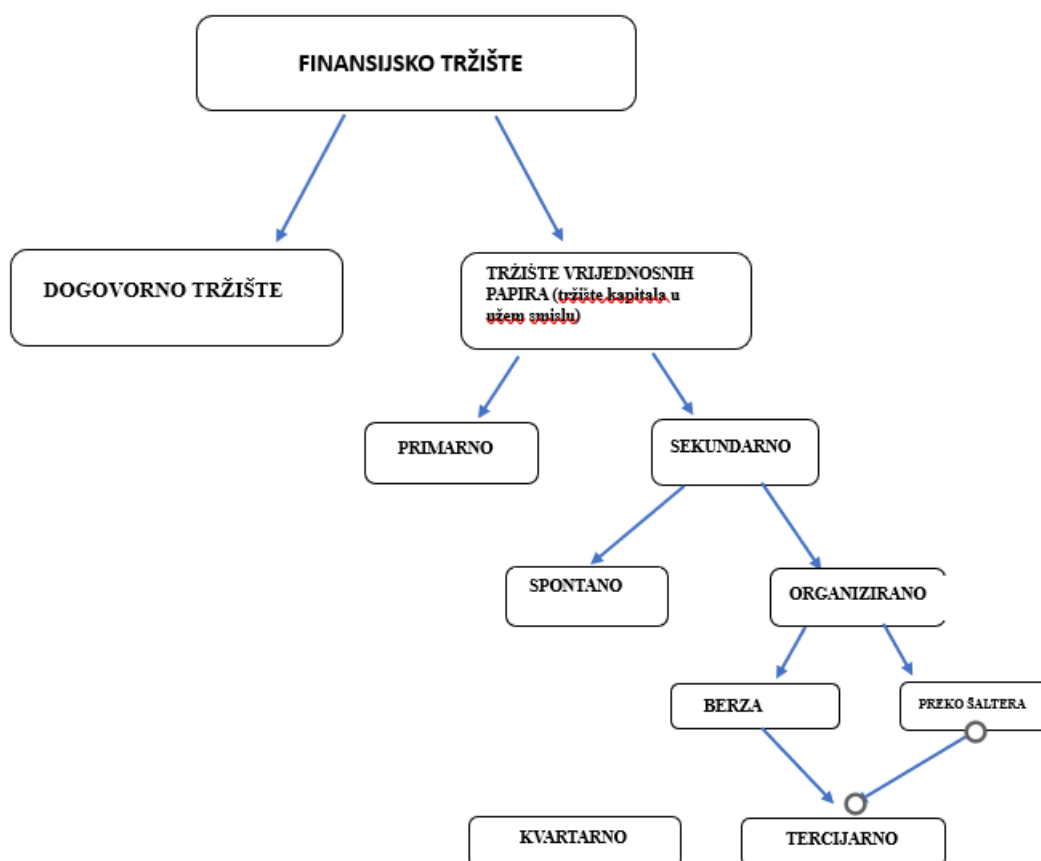
savremenim uslovima može se govoriti i o dubljoj podjeli finansijskog tržišta i to na tercijarno i kvartno tržište kapitala.

Za rast kompanije i finansiranje je najznačajnije primarno finansijsko tržište. Na primarnom finansijskom tržištu se relacije uspostavljaju po prvi put. Primarno tržište je i emisijsko tržište. Na primarnom tržištu kapitala dionička društva i druga pravna lica nude svoje dionice, kako bi prikupili neophodan kapital. Kao primarna funkcija ovog tržišta javlja se efikasna alokacija kapitala na korisnike kojima je kapital neophodan. Na tržištu kapitala kompanijama se kao konkurencija pojavljuje država, čiji su vrijednosni papiri mnogo sigurniji. Samim time, kompanija mora da ponudi vrijednosne papire po povoljnijoj cijeni kako bi kompenzirala rizik investitorima.

Sam čin emisije dionica ne znači da je posao završen, već se trgovina nastavlja na sekundarnom tržištu. Dakle, na sekundarnom tržištu se trguje papirima koji su emitovani na primarnom tržištu. Na sekundarnom tržištu nema korisnika kapitala, već se uspostavljaju nove relacije odnosno mijenja vlasnička struktura dionica. Bitno je naglasiti da su oba tržišta jako međuovisna i da jedno bez drugog ne mogu funkcionisati. Za transakcije koje se sprovode na sekundarnom tržištu postoji brojni motivi. Jedan od motiva je investicijski čiji je temelj dugoročno zarađivanje kroz ulaganja. Transakcije mogu biti pokrenute i špekulativnim motivima gdje se nastoji ostvariti profit kupovinom i prodajom vrijednosnih papira shodno špekulacijama, odnosno očekivanjima. Kao što je i spomenuto, tržište kapitala se može i dublje posmatrati kroz tercijarno i kvartarno. Tercijarno tržište predstavlja vezu između organizovanog trgovanja vrijednosnim papirima na berzi i dogovornog trgovanja posredstvom šaltera. Kvartarno tržište predstavlja trgovačku mrežu institucionalnih trgovaca preko koje institucionalni trgovci trguju blokovima vrijednosnih papira (Orsag, 2003).

Grafički to izgleda ovako:

Slika 1: Struktura tržišta kapitala



Izvor: autorica prema (Orsag, 2003)

2.1.1. Tržište novca

Alibegović (2017) naglašava kako je tržište novca najlikvidniji segment finansijskog tržišta. Na njemu se uspostavljaju kratkotrajne relacije koje traju uobičajno do godinu dana. S obzirom da su vrijednosni papiri kojima se trguje na tržištu novca visoko likvidni, oni se često smatraju i novčanim ekvivalentima. Autori Ristić, Komazec i Ristić (2012/2013) ističu značaj tržišta novca i šta ono obuhvata. Tržište novca obuhvata:

1. trgovinu novcem i kratkoročnim vrijednosnim papirima
2. institucije i organizacije koje osiguravaju kratkoročna sredstva (depozite) i kratkoročne kredite, kao što su komercijalne banke, depozitne banke, berze za kratkoročne vrijednosne papire, eskontne ili diskontne organizacije, akceptno-kreditne institucije i druge
3. instrumente tržišta novca

Značaj tržišta novca se ogleda u vođenju poslovne politike kompanija, banaka itd. Centralne banke koriste tržišta novca za provođenje monetarno-kreditne politike. Kroz tržište novca,

banke regulišu ponudu i potražnju, te osiguravaju stabilan ekonomski rast. Vasiljević (2002) ističe da je osnovni značaj tržišta novca upravo taj što može da obezbijedi likvidnost za sve učesnike u privredi. Pored ovoga, tržište novca pruža zaštitu od različitih finansijskih rizika kroz diverzifikaciju rizika, likvidnost; omogućava funkcionisanje finansijskog sistema i banaka kao učesnika...

Dva tipična instrumenta tržišta novca su blagajnički zapisi i komercijalni zapisi. Blagajnički zapisi, koji se nazivaju još i trezorskim zapisima, izdaje država i banke i oni su kratkoročni vrijednosni papiri koji imaju razvijeno sekundarno tržište. Komercijalni zapisi su vrijednosni papiri koje izdaju nefinansijske kompanije. Pored ovih instrumenata pojavljuju se i drugi kao što su repo ugovori, kreditni aranžmani...(Orsag, 2003).

2.1.2. Tržište kapitala

Alibegović (2017) ističe složeniju narav tržišta kapitala za razliku od tržišta novca. Odnosi koji se uspostavljaju na tržištu kapitala su znatno složeniji i dugotrajniji. Autor navodi četiri podsegmenta tržišta kapitala, a to su:

1. tržište vlasničkog kapitala
2. tržište dugoročnog duga
3. derivativno tržište opcija i
4. derivativno tržište futuresa.

Investitori koji imaju viška kapitala se pojavljuju na tržištu formirajući ponudu kapitala. S druge strane pojavljuju se poslovni subjekti kojima je kapital potreban. Autori Ristić *et al.* (2012/2013) navode učesnike koji se pojavljuju na tržištu kapitala a to su:

1. vlasnici kapitala
2. tražioci kapitala
3. finansijski posrednici te
4. država i državni organi

Vlasnici kapitala raspolazu slobodnim kapitalom koji nastoje da kapitalizuju. Vlasnici kapitala mogu biti banke, poslovni subjekti itd. Tražioci kapitala su kompanije, države itd. kojima je potreban kapital za ulaganje iz kojeg očekuju ostvarenje profita. Finansijski posrednici igraju vrlo važnu ulogu u omogućavanju efikasnog susretanja ponude i potražnje na tržištu, kao i uravnoteženja. Država se na tržištu kapitala može pojaviti u više uloga kao na primjer investor, regulator tržišta i kontrolor itd. Uloga države kao regulatora tržišta se ogleda u situacijama da intervenišu kada se dese oscilacije na berzi. Orsag (2003) prema motivima zbog kojih se pojavljuju na sekundarnom tržištu kapitala, učesnike tržišta kapitala dijeli na:

1. portfolio investitore
2. špekulante

3. preuzimače i
4. arbitražere

Portfolio investitori su investitori koji su izdvojili određeni kapital za ulaganje u vrijednosne papire. Da bi ostvarili diverzifikaciju rizika oni ulažu u portfolio vrijednosnih papira. Portfolio investitori će dugoročno držati investicijski portfolio. Špekulanti nastoje ostvariti zaradu na očekivanim promjenama cijena i za razliku od portfolio investitora oni kratko drže investicije jer ne žele zarađivati kroz investiranje. Postoje dvije vrste špekulanata koji se pojavljuju na tržištu a to su: bikovi i medvjedi. Ono što ih razlikuje jesu očekivanja. Bikovi (bulls) imaju očekivanja da će cijene vrijednosnih papira rasti, te kupuju vrijednosni papir i prodaju ga kada cijena poraste, a razlika u cijeni je zarada. S druge strane, medvjedova očekivanja su da će cijena vrijednosnog papira pasti. Zarada se sastoji od prodaje posuđenog vrijednosnog papira. Kada dođe do pada cijene određenog vrijednosnog papira, špekulant kupuje i vraća posuđeni vrijednosni papir a zarada je razlika u cijeni. Preuzimači su osobe koje ulaganjima u dionice nastoje preuzeti kontrolu nad poslovanjem određenog dioničkog društva. Preuzimači će otkupiti onaj broj dionica koji im je potreban da bi se poslovanje kompanije uskladilo sa ciljevima preuzimača. Posljedni motiv zbog kojeg se učesnici tržišta kapitala pojavljuju na tržištu jeste arbitražer. Arbitražer predstavlja simultanu kupovinu i prodaju određene investicije na dva tržišta radi ostvarivanja zarade na razlici u cijeni. Da bi bilo moguće ostvariti zaradu prvo mora postojati mogućnost za arbitražnim procesom, odnosno da se jednom investicijom trguje na različitim tržištima. Arbitražeri kupuju investicije, konkretno vrijednosni papir na berzi gdje je jeftiniji i prodaju ga na berzi gdje se kotira po većoj cijeni. Zarada jeste razlika u cijeni.

Orsag (2003, 1997) ističe posebnu ulogu finansijskih posrednika koji se pojavljuju na tržištu kapitala. Svi posrednici imaju svoju ulogu i neophodni su da bi tržište kapitala funkcionisalo neometano. Posrednici koji se pojavljuju na tržištu kapitala su:

1. Berzovni mešetari - Berzovni mešetari ili brokeri su članovi organizovanih berzi vrijednosnih papira, te oni jedini mogu kupovati i prodavati vrijednosne papire na berzi čiji su članovi. Oni posluju kao agenti između kupaca i prodavaca vrijednosnih papira.
2. Specijalisti za kupoprodaju vrijednosnih papira - Specijalisti za kupovinu vrijednosnih papira, dileri, obavljaju kupoprodaju vrijednosnih papira preko svojih šaltera ili čak izravno na berzi. Oni vrše kupoprodaju vrijednosnih papira na temelju vrijednosnih papira koje posjeduju. Također se često nazivaju i stvarateljima tržišta za pojedine vrijednosne papire.
3. Finansijske institucije - Investicijski fondovi su institucije koje kanališu uštedena sredstva pojedinaca na tržištu kapitala. Oni su institucionalni investitori koji rade na principu emitovanja vlastitih vrijednosnih papira, prvenstveno dionica. Prikupljena novčana sredstva koriste za kupovinu vrijednosnih papira drugih emitenata i kompanija. Iz tog razloga se dionice investicijskih fondova nazivaju sekundarnim vrijednosnim papirima.

4. Poslovne banke – Poslovne banke se razlikuju od investicijskih fondova. Poslovne banke ne emituju vrijednosne papire već koriste dugoročne depozite za ulaganja u vrijednosne papire.

Razlog zbog kojeg pojedinci uložili u vrijednosne papire investicijskih fondova je taj što pojedinci nemaju dovoljno finansijskih sredstava da ulože u različite vrijednosne papire, te samim time ne mogu postići efekat diverzifikacije i morali bi “staviti sva jaja u jednu košaricu”. Također, pojedinci često nemaju dovoljno znanja da ulože u dobro diverzificiran portfolio. Upravo iz tog razloga pojedinci kupuju vrijednosne papire investicijskih fondova. Investicijski fondovi prikupljaju pojedinačnu štednju, ulažu u dobro diverzificiran portfolio, te osiguravaju stabilan prihod.

Međutim, investicijski bankari igraju ključnu ulogu za kompanije. Investicijsko bankarstvo označava posredovanje prilikom emisije vrijednosnih papira. Oni obuhvaćaju sve poslove vezane za pripremu emisije pa do distribucije vrijednosnih papira krajnjim investitorima. Bitno je napomenuti da ovo nisu klasične banke koje se bave kreditno-depozitnim poslovima već posreduju na tržištu kapitala između poslovnih subjekata kojima su potrebna novčana sredstva te investitora koji imaju viška sredstava i žele ih investirati. Orsag (1997) navodi tri osnovne funkcije investicijskih bankara a to su:

1. savjetodavna
2. distributivna i
3. potpisnička funkcija

Savjetodavna funkcija se ogleda u savjetovanju klijenata pri oblikovanju i pripremi emisije. Investicijski bankari mogu oblikovati emisiju vrijednosnih papira tako da bude prihvatljiva potencijalnim investitorima. Oni obavljaju i savjetodavnu ulogu na području akvizicija, otkupa preduzeća, prestrukturiranja itd. Distributivnu funkciju obavlja putem svoje mreže filijala i dilera. Potpisnička funkcija je ključna funkcija investicijskih bankara. Investicijski bankari otkupljuju od kompanije cjelokupnu emisiju vrijednosnih papira po nižoj cijeni od one po kojoj će oni ponuditi vrijednosne papire. Bitno je napomenuti da investicijski bankari neće otkupiti uvijek cjelokupnu emisiju vrijednosnih papira. Ukoliko procjene da je prevelik rizik oni će samo posredovati prilikom emisije bez preuzimanja rizika.

Najčešća podjela vrijednosnih papira kao instrumenata tržišta kapitala je prema emitentima. Prema tome razlikujemo

1. vrijednosne papire koje izdaje kompanija i drugi privredni subjekti te
2. vrijednosne papire koje izdaje država i različiti državni organi

Prema roku dospijeca, vrijednosni papiri se mogu podijeliti na:

1. kratkoročne
2. srednjoročne i
3. dugoročne (Rovčanin, 2010).

3. ODLUKA O FINANSIRANJU KOMPANIJE

Autor Alibegović (2017) u svojoj knjizi ističe složenost odluke o finansiranju kompanije. Navodi da se pojam korporativnog upravljanja prvi put pojavljuje nakon objave Cadburyevog izvještaja na Londonskoj berzi koji se sastojao od pregleda niza rizika koji su izazvani neefikasnim upravljanjem javnih kompanija. Autor također navodi definiciju korporativnog upravljanja kao set odnosa između menadžmenta kompanije, odbora u kompaniji, stakeholdera i njenih dioničara.

Finansijski menadžment se razvio kao posebna ekonomska disciplina tokom 20. stoljeća. Tradicionalni pristup finansijama kompanije se bavi problemima pribavljanja kapitala iz različitih izvora. Međutim tradicionalni pristup je često bio kritikovan jer se smatralo da se previše pažnje posvećivalo problemima finansiranja dioničarskih društva a da se ostali oblici kompanija zanemaruju. Izvori finansiranja kompanije su značajna oblast finansijskog upravljanja. Autori Krasulja i Ivanišević (1999) navode definiciju finansijske strukture kao odnos između vlastitih i pozajmljenih izvora finansiranja a strukturu kapitala definišu kao odnos između vlastitih izvora i dugoročnih dugova.

Autor Rovčanin (2010) navodi da se finansijski menadžment može posmatrati kroz povezanost svih funkcija u kompaniji a to su: nabavna, prodajna, proizvodna i finansijska. Finansijski menadžer ima zadatak da u skladu sa profitnim, neprofitnim ili razvojnim ciljevima kompanije vodi računa o upravljanju sredstvima i budućim ulaganjima. Upravljanje finansijama u kompaniji uključuje: finansijsku politiku, planiranje, organiziranje, informacije i finansijsku evidenciju i kontrolu. Međutim, nisu svi instrumenti dostupni svim finansijskim menadžerima. U stabilnim ekonomijama i razvijenim tržišnim ekonomijama, finansijski menadžeri imaju na raspolaganju mnogo više instrumenata koji će im pomoći za postizanje ciljeva za razliku od zemalja u tranziciji koje karakteriše nestabilan sistem. Također, autor ističe da za uspješno poslovanje preduzeća nije dovoljno da samo realizuje osnovne poslovne zadatke već i da aktivno upravlja finansijama.

Unutar procesa finansiranja se kontinuirano izmjenjuju sljedeći postupci:

- finansiranje
- investiranje
- dezinvestiranje
- definansiranje

Finansiranje se može posmatrati kao proces osiguravanja potrebnog kapitala za neprekidno poslovanje poslovnog subjekta. Da bi kompanija mogla obavljati svoju djelatnost potrebno joj je da prikupi novac od investitora. Pribavljanje novca je proces finansiranja. Sam čin pribavljanja novčanih sredstava dovodi do uspostavljanja finansijskih odnosa sa izvorima finansiranja. Pribavljena novčana sredstva kompanija ulaže u poslovne procese, odnosno ta sredstva investira u materijalne i druge oblike imovine koja je potrebna za obavljanje

poslovnih procesa. Proces investiranja dovodi do imobilizacije novca. Poslovni subjekt obavljanjem poslovnih aktivnosti oslobađa novac iz kružnog toka što predstavlja dezinvestiranje. Oslobođena novčana sredstva kompanija koristi za vraćanje njihovim izvorima čime se likvidiraju ranije uspostavljeni odnosi. (Orsag, 1997).

Rovčanin (2010) navodi da postoje stavovi prema kojima odluke o finansiranju i investiranju imaju razlike, ali i sličnosti. Od sličnosti navodi da se odluka o finansiranju i investiranju donose na temelju istih kriterija. Donošenje ovih odluka se temelji na utvrđivanju vrijednosti rizične imovine. Autor pored sličnosti ističe i ključnu razliku između ove dvije odluke. Finansijske odluke se mogu promijeniti, dok investicione odluke su po pravilu iverzibilne i teže se mijenjaju. Sva sredstva kojima poslovni subjekt raspolaže potiču iz nekog izvora, a pod izvorima sredstava se smatraju fizička i pravna lica od kojih kompanija može prikupiti potrebna novčana sredstva.

Autor Alibegović (2017) navodi nekoliko izvora iz kojih kompanija može prikupiti potrebna novčana sredstva. Izvori iz kojih kompanija može prikupiti sredstva su:

- iz dobiti koju je napravila uspješnim poslovanjem
- pomoću bankarskih kredita ili drugih pozajmica
- dokapitalizacijom od strane postojećih dioničara
- dokapitalizacijom na alternativnim platformama za finansiranje i
- izlaskom na finansijsko tržište

Konkretno za ovaj magistarski rad je značajan posljednji izvor finansiranja, odnosno izlazak na finansijsko tržište ili going public gdje kompanija nudi svoje vrijednosne papire javnosti.

Rovčanin (2010) ističe podjelu izvora finansiranja u tržišnoj ekonomiji na:

- vlastite izvore finansiranja (emisija dionica, amortizacija, akumulirana dobit)
- tuđi izvori finansiranja (emisija obveznica, krediti, domaći i ino ulagači)
- hibridni izvori finansiranja (preferencijalne dionice, dohodovne obveznice)
- specifični izvori finansiranja (finansiranje iz faktoringa, finansiranje iz lizinga, finansiranje iz forfetinga i franšizing aranžmani)
- opcijsko finansiranje (varanti i konvertibilni vrijednosni papiri)

Finansiranje iz dobiti koju je kompanija ostvarila uspješnim poslovanjem je najbolji izvor finansiranja, te sigurno jedini vlastiti izvor. Međutim, da bi se moglo finansirati iz zadržane dobiti potrebna je saglasnost svih dioničara. Iako reinvestiranje dobiti sugerira pozitivan finansijski signal, to ne mora odgovarati svim dioničarima. Krediti kao drugi izvor finansiranja koji navodi Alibegović (2017) je uglavnom skup izvor finansiranja. Bitno je znati da nisu krediti dostupni svakoj kompaniji, te da banke nerado finansiraju preduzeća u nastajanju. Ukoliko niti jedan od ovih načina nije dostupan za finansiranje, u tom slučaju dioničari mogu višak svojih novčanih sredstava investirati ili da se kompanija okrene alternativnim platformama za pribavljanje sredstava. Ono što je bitno napomenuti da svi

izvori finansiranja nisu jednako dostupni svakoj kompaniji. Doista, mogućnosti koje nude finansijska tržišta su brojne, međutim kao što je već rečeno, ti izvori finansiranja nisu neograničeni.

3.1. Osnovne dileme finansiranja

Orsag (1997) u svojoj knjizi navodi osnovne dileme finansiranja koje nastaju prilikom izbora iz kojeg izvora će kompanija finansirati svoja ulaganja. Najznačajnije dileme za ovaj magistarski rad i temu jesu dileme o vlasničkoj strukturi kapitala i dileme o izboru instrumenata finansiranja. Pored ovih dilema pojavljuju se i dileme o ročnoj strukturi izvora finansiranja i dileme o naknadama finansiranja. Osnovna dilema koja se javlja jeste da li finansirati svoj rast i buduća ulaganja iz vlastitih ili tuđih izvora finansiranja. Vlastiti izvori finansiranja omogućavaju pravo upravljanja poslovanjem, te predstavljaju ulaganje sredstva u poslovanje poslovnog subjekta na neodređeno vrijeme. Karakteristike tuđih izvora sredstava jesu fiksno utvrđeni rokovi povrata sredstava i fiksno utvrđena naknada za ustupanje sredstava (kamata). Za razliku od vlastitih izvora sredstava, tuđi izvori nemaju pravo u upravljanju poslovanjem kompanije. Kao osnovne prednosti finansiranja vlastitim sredstvima u odnosu na tuđe izvore, autor navodi:

1. veća masa neto poslovnog rezultata
2. nema obaveze vraćanja sredstava
3. veći finansijski i kreditni kapacitet
4. veća poslovna i finansijska stabilnost

Što kompanija ima manje udjela tuđih izvora finansiranja, odnosno duga samim time će biti veća masa neto poslovnog rezultata. Kao prednost, autor Orsag (1997) ističe i da kompanija koja se finansira vlastitim izvorima finansiranja ima manje ograničenja i manje je ovisna o njima nego kompanija koja se finansira tuđim izvorima. Međutim, pored prednosti postoje i određeni nedostaci finansiranja vlastitim izvorima u odnosu na tuđe a to su:

1. viši troškovi finansiranja
2. veći troškovi pribavljanja
3. nemogućnost korištenja finansijske poluge i
4. određen stepen ograničenosti vlastitih izvora

Jedan od osnovnih nedostataka korištenja vlastitih sredstava je taj što je pribavljanje sredstava emisijom dionica mnogo skuplje od pribavljanja sredstava emisijom obveznica. Od prednosti finansiranja tuđim izvorima se izdvajaju niži troškovi emisije i niži troškovi kapitala. Uz to, ne daju pravo upravljanja što igra značajnu ulogu za postojeće dioničare ili vlasnike.

Način i oblik finansiranja kompanije ovisi o fazi poslovanja u kojoj se ona nalazi. Rončević, Gregorić i Vuković (2021) navode kako se potrebe za finansiranjem razlikuju od faze poslovanja. Tako na primjer na početku poslovanja kompanije se finansiraju vlastitim

kapitalom, a u fazi rasta posežu za izdavanjem dionica. Autori finansiranje razvoja preduzeća dijele prema fazama poslovanja:

1. eksperimentalna faza
2. početna faza
3. faza ekspanzije
4. faza dokapitalizacije i
5. faza preuzimanja (Rončević, Gregorić i Vuković 2021)

Daljni rast i razvoj se može finansirati iz tri izvora: zadržane dobiti, finansiranje dugom (uzimanje kredita ili izdavanjem obveznica) te izdavanjem dionica. Autori ispituju detaljnije proces izdavanja dionica i pribavljanje potrebnog kapitala tim putem. Neke kompanije će finansirati rast iz zadržane dobiti jer vlasnici nisu skloni zaduživanju. Istraživanja su pokazala da što je razvijeniji bankarski sektor, to su i izraženija zaduživanja preduzeća.

Ono što je posebno značajno za magistarski rad i istraživačko pitanje jeste činjenica koju su iznijeli autori Rončević (Rončević, Gregorić i Vuković 2021) a to je da kompanije nisu nesklone samo kreditnom zaduživanju, već i emitovanju dionica. Ta nesklonost ka emitovanju dionica je prisutna i u Republici Hrvatskoj.

4. BERZE I DIONICE

Pojam berza vodi porijeklo od ugostiteljskog objekta u Belgijskom gradu Briž koji je bio u vlasništvu porodice Van den Beurse, gdje su se sastajali trgovci kako bi obavljali transakcije. Ispred njihove kuće bile su postavljene tri kese (sa latinskog "bursa" znači kesa), što je postalo sinonim za trgovinu. Predstavlja prvu organiziranu robnu berzu na svijetu i od 1309 godine nosi naziv "Bruges Bourse". Korijeni berze potiču iz mjesta gdje su se trgovci sastajali radi razmjene dobara, a može se reći da su prve berze bile pijace, bazari i slično. Napredak organizirane trgovine se desio kada su trgovci umjesto robe počeli donositi samo uzorke robe koji bi bili predmet trgovine. Prve berze su nastale u blizini ugostiteljski objekata kao na primjer Tontine Coffee House u New Yorku koja je osnovana od strane brokerskih kuća kako bi se sastajali radi trgovine (Alijagić, Džanić i Halilbegović, 2015).

Autori Kokorović Jukan i Alibegović (2024) u svojoj knjizi daju definiciju berze u najširem smislu. Berze predstavljaju organizovana tržišta na kojima se vrše sučeljavanje ponude i potražnje za različitim robama ili uslugama kako bi se odredila cijena te izvršila razmjena. Autori ističu podjelu berzi na dvije grupe a to su:

1. robne berze na kojima se trguje robom i uslugama
2. finansijske berze na kojima se trguje finansijskom imovinom

Zakon o tržištu vrijednosnih papirima FBiH ("Službene novine FBiH", br. 85/2008, 109/2012, 86/2015 i 25/2017) definiše berzu na sljedeći način: Berza i drugo uređeno javno tržište su društva koja se osnivaju s ciljem stvaranja uvjeta i organiziranja povezivanja

ponude i potražnje vrijednosnih papira radi kupovine i prodaje vrijednosnih papira (u daljnjem tekstu: trgovanje vrijednosnim papirima) i postizanja najbolje cijene.

Shodno ovoj definiciji potrebno je da razlikujemo berzu i berzansko tržište. Alibegović (2017) ističe ključnu razliku između berzi i berzanskog tržišta. Dakle, berza je kompanija koja se uglavnom osniva u obliku dioničkog društva. Berze u većini zemalja imaju ključnu ulogu u razvijanju tržišta kapitala, te one organiziraju promet vrijednosnim papirima po unaprijed određenim pravilima. S druge strane, promet vrijednosnih papira se dešava na berzanskom tržištu. Berzansko tržište predstavlja mjesto (virtuelno ili fizičko) na kojem se sučeljavaju ponuda i potražnja za vrijednosnim papirima te zaključuju transakcije. Berza ne smije kupovati ili prodavati vrijednosne papire, te ne smije biti pristrasna, niti smije davati savjete i tako uticati na potencijalne investitore.

4.1. Podjela berzi

S aspekta predmeta poslovanja berze, one se mogu podijeliti na četiri kategorije:

1. efektne berze (ili tržište kapitala)
2. novčane berze
3. robne berze i
4. devizne berze

4.1.1 Efektne berze

Efektne berze se odnose na dio finansijskog tržišta na kojem se vrši kupoprodaja vrijednosnih papira (dionica, obveznica) (Ristić, Komazec i Ristić, 2014). Predstavlja specijalizirano tržište kapitala na kojima se vrši komisiona prodaja vrijednosnih papira dugoročnog karaktera (iznad godine dana). Stabilnost kretanja ponude, potražnje i kurseva na efektnoj berzi je osnova za stabilnost čitave ekonomije. Efektne berze mogu biti: terminske i promptne. Terminske berze su berze na kojima se vrše transakcije vrijednosnih papira, gdje se obaveze ne izvršavaju odmah već u utvrđenom roku. Promptne berze su berze gdje se transakcije vrše promptno (Alijagić *et. al* 2015).

4.1.2. Novčane berze

Na novčanim berzama se vrši kupovina i prodaja kratkoročnih vrijednosnih papira, kratkoročnih novčanih sredstava. Predmet kupovine i prodaje kratkoročnih vrijednosnih papira se odnosi samo na vrijednosne papire koje emituje Centralna banka.

4.1.3. Robne berze

Robne berze su specijalizirana tržišta na kojima se trguje robom prema standardnoj oznaci. S obzirom da je kvaliteta robe utvrđena, uzorak robe nije preduvjet prilikom prodaje robe. Autori Alijagić *et al.* (2015) navode da se roba ovakvih svojstava naziva berzanskom. Na robnoj berzi se trguje i finansijskim derivatima. Među najpoznatijim berzama za robu se izdvajaju: berza za vunu u Londonu i New Yorku, berza za žitarice u New Yorku itd.

4.1.4. Devizne berze

Na deviznim berzama se vrši kupoprodaja deviznih sredstava. Na ovom tržištu se vrši uspostavljanje cijene deviznih sredstava, te ponuda i potražnja za njima. Na ovim berzama se vrše i promptni i terminski poslovi. Promptni poslovi se odnose na kupovinu i prodaju deviza odmah ili najkasnije dva dana od obavljene transakcije. Terminski poslovi se odnose na kupovinu i prodaju deviza na određeni odloženi rok (Ristić *et al.* 2014).

Pored ovih podjela autori Kokorović Jukan i Alibegović (2024) navode drugačije podjele berzi prema načinu trgovanja, prema vrsti berzanskih poslova, prema predmetu trgovanja. Prema načinu trgovanja berze se dijele na:

1. tradicionalne berze i
2. elektronske berze

Tradicionalno trgovanje se odvijalo u prostorijama berze, dok su danas berze elektronske. Danas je trgovanje uz pomoć visokospecijaliziranih alata mnogo brže uz manje troškove.

Prema vrsti berzanskih poslova dijele se na:

1. promptne i
2. terminske berze

Prema vrsti berzanskog materijala kojim se trguje, berze se dijele na:

1. berze na tržištu kapitala
2. berze na tržištu novca i
3. berze na tržištu finansijskih derivata

4.2. Zadaci berze

Berze imaju nekoliko važnih zadataka koje obavljaju kako bi berzansko tržište funkcionisalo neometano. Berze osiguravaju tržište, odnosno likvidnost za kotirane vrijednosne papire. Mogućnost da se brzo prodaju vrijednosne papire, investitorima omogućava da slobodna sredstva drže u relativno prinostnim plasmanima i da ne ugrožavaju svoju likvidnost. Također osiguravaju stabilnost cijena vrijednosnih papira (Alijagić *et al.* 2015).

Najsofisticiraniji oblik tržišta je berza te kao takva ima nekoliko važnih funkcija. Prema autorima Kokorović Jukan i Alibegović (2024) ističe se pet važnih funkcija berze:

1. kreiranje likvidnog i kontinuiranog tržišta
2. kreiranje uslova za formiranje objektivne tržišne cijene finansijskih instrumenata
3. funkcija berze u informisanju i zaštiti investitora
4. indirektna pomoć u finansiranju privrede te
5. predviđanje privrednih kretanja

Berza omogućava stalno trgovanje finansijskim elementima što pruža mogućnost investitorima da često vrše kupoprodaju svojih vrijednosnih papira. Berza ima zadatak da uskladi ponudu i potražnju za vrijednosnim papirima, a razvoj tržišta vrijednosnih papira ovisi o prisutnosti likvidnosti tržišta koje investitorima omogućava prilagodbu finansijskih portfolia. Jedan od zadataka berze jeste da obezbijedi uslove za koncentraciju ponude i potražnje za vrijednosne papire, kako bi došlo do formiranja cijene za vrijednosni papir. Moguće su manipulacije učesnika tako da berza ima i zadatak da nadzire aktivnosti učesnika. Pored berze, za nadziranje aktivnosti učesnika zadužena je i komisija za vrijednosne papire. Berza obavezuje emitente vrijednosnih papira da objavljuju sve relevantne informacije koje bi mogle imati uticaja na cijenu vrijednosnih papira. Također, berza kroz svoje regulative sprječava manipulacije učesnika i osigurava ravnopravnost svih učesnika. S obzirom na činjenicu da investitori vrlo lako mogu ostvariti prinose na uložena sredstva prodajom svojih vrijednosnih papira, to ih potiče na ulaganje kroz kupovinu novih vrijednosnih papira. Uz pomoć tih finansijskih sredstava kompanija ulaže u nove projekte. Sva kretanja na berzi odražavaju političku i ekonomsku situaciju u toj zemlji, zbog čega se svaka promjena na berzi pomno prati.

4.3. Berzansko poslovanje

Berzansko poslovanje uključuje sve poslove koje berza obavlja u cilju organizovanja berzanske trgovine. Kokorović Jukan i Alibegović (2024) ističu da se poslovi berze mogu svrstati u nekoliko kategorija:

1. poslovi registracije vrijednosnih papira na berzi
2. poslovi organizovanja trgovine vrijednosnim papirima
3. poslovi saldiranja realizovanih kupoprodajnih naloga i
4. izvještavanje javnosti o obavljenim transakcijama vrijednosnim papirima

Autori Unković, Milosavljević i Stanišić (2010) dijele berzanske poslove u četiri kategorije:

1. registracija berzanskog materijala
2. kotiranje berzanskog materijala
3. kliring i saldiranje, te
4. informisanje i kontrola berzanskog poslovanja

4.3.1 Trgovanje vrijednosnim papirima

Trgovanje je moguće samo onim vrijednosnim papirima koji su uvršteni na berzu, odnosno onima koji su dobili dozvolu od regulatora vrijednosnih papira. Uslovi se postavljaju radi sprečavanja malverzacija, te zaštite investitora. Vrijednosni papiri kojima se trguje na berzi moraju biti visokokvalitetni, te prethodno biti registrovani. Registracija vrijednosnih papira na berzi se naziva **listing** (Kokorović Jukan i Alibegović, 2024).

Državni vrijednosni papiri se primaju na berzu bez preduslova za listing, odnosno registraciju. Moguće je da komisija za vrijednosne papire odbije registraciju određenog vrijednosnog papira ukoliko procjeni da uvrštavanjem određenog vrijednosnog papira može doći do poremećaja na finansijskom tržištu, na primjer ukoliko je prenosivost vrijednosnog papira u bilo kom pogledu ograničena itd.

Vrijednosnim papirima koji nisu uvršteni na berzi, trguje se na OTC tržištu, odnosno vanberzanskom tržištu. OTC (over the counter) tržište ne predstavlja fizičko mjesto trgovine već podrazumijeva kupoprodaju svih vrijednosnih papira koje se ne odvijaju na berzama. Uvođenjem NASDAQ sistema, OTC tržište je postalo sve značajnije na sekundarnom tržištu u SAD-u (Unković *et al.* 2010). Alibegović (2017) navodi da je najbolji primjer OTC tržišta upravo NASDAQ koji je vremenom postao uređena berza. Također, navodi da aktivna trgovina na berzanskom tržištu započinje nalogom za kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira.

4.3.1.1. Osnovni elementi naloga za trgovanje

Osnovni elementi naloga za trgovanje su:

1. oznaka vrijednosnog papira,
2. oznaka vrste transakcije (kupovina ili prodaja),
3. oznaka vrste naloga po cijeni,
4. količina vrijednosnih papira ili robe,
5. oznaka vremenskog trajanja naloga,
6. datum ispostavljanja naloga,
7. jedinstvena identifikacija člana berze,
8. oznaka broja naloga iz knjige naloga člana berze,
9. identifikacija autentičnog klijenta,
10. oznaka visine provizije,
11. oznaka metoda trgovanja i drugi elementi predviđeni pravilima berze (Unković *et al.* 2010).

Alibegović (2017) ističe nekoliko podjela tržišnih naloga prema različitim kriterijima. Prema cijeni nalozi se dijele na:

1. tržišni nalog – broker je dužan realizirati nalog u momentu kada ga primi po cijeni koja preovladava na tržištu
2. nalog sa ograničenjem – klijent naznači maksimalnu cijenu po kojoj je spreman kupiti vrijednosni papir i minimalnu po kojoj je spreman prodati vrijednosni papir. Ovi nalozi mogu sadržavati i dodatni uslov a to je da se nalozi izvrše kada se dostigne određena cijena (“stop buy” i “stop loss” nalozi)

Prema vremenu trajanja nalozi se dijele na:

1. dnevni nalog – vrijedi samo jedan dan trgovanja
2. otvoreni nalog – ostaje u sistemu trgovanja dok se ne zaključi transakcija
3. nalog sa rokom izvršenja – gdje klijent određuje do kada ostaje nalog u sistemu trgovanja

Autori Unković *et al.* (2010) ističu nešto drugačiju podjelu naloga prema kriteriju vremena trajanja:

1. dnevni nalog
2. nedeljni nalog – prestaje na kraju kalendarske nedjelje
3. mjesečni nalog – prestaje zadnjeg radnog dana u mjesecu
4. nalog sa važnošću do određenog dana, najduže 90 dana i
5. do opoziva

Svi poslovi zaključeni na berzi se trebaju naplatiti i to se obavlja u okviru trećeg posla berze, odnosno kliring i saldiranje. O poslovima poravnanja transakcija se obično brine klirinška kuća ili registar vrijednosnih papira (Alibegović, 2017). Obračun i poravnanje uključuju prenos sredstava i prenos vlasništva vrijednosnog papira. Procedura obračuna i poravnanja je sljedeća:

1. Prvi korak je da berza, nakon završetka trgovanja, dostavi registru vrijednosnih papira sve transakcije koje su tog dana zaključene.
2. Registar vrijednosnih papira provjerava da li je moguće izvršiti sve transakcije, ukoliko nije dostavlja izvještaj
3. Nakon završetka ove procedure, brokerske kuće ispunjavaju svoje obaveze prema klijentima i drugim brokerskim kućama (Kokorović Jukan i Alibegović, 2024)

Unković *et al.* (2010) navode da se obaveze preuzete iz berzanskih poslova završavaju tačno određenog dana ili u okviru vremenskog perioda sa fiksno utvrđenim krajnjim rokom. Zbog toga su berzanski poslovi, poslovi sa fiksnim rokom izvršenja.

Posljednji berzanski posao prema podjeli Unkovića *et al.* (2010) jeste berzansko izvještavanje. Zahvaljujući berzanskim izvještajima moguće je uočiti promjene koje se dešavaju na robnim i finansijskim tržištima.

4.4. Dionice

Glavno istraživačko pitanje u ovom magistarskom radu jeste: “*Zašto kompanije ne koriste prednosti finansiranja emisijom dionica*”. Prije razrade teme magistarskog rada ***Going public i IPO***, potrebno je osvrnuti se na teoretski aspekt dionica. U poglavlju broj tri su obrađene osnove odluke o finansiranju kompanije. U okviru odluke spomenute su i osnovne dileme koje se javljaju. Jedan od načina na koji kompanija može prikupiti potreban kapital jeste emisijom dionica.

Prema autorima Zaimović i Alibegović (2010) “vrijednosni papiri se mogu definisati kao prenosne isprave ili elektronski zapisi, na osnovu kojih se ostvaruju prava prema emitentu i vrši prijenos prava”. Vrijednosni papiri mogu biti dugoročni i kratkoročni. Dugoročni vrijednosni papiri su dionice i obveznice, a kratkoročni vrijednosni papiri su komercijalni zapisi, trezorski zapisi, certifikati o depozitu itd. Vrijednosni papiri su ujedno i izvori finansiranja i investicijski instrumenti. Za emitente su vrijednosni papiri izvori finansiranja jer uz pomoć njih mogu prikupiti potrebna finansijska sredstva. Emitenti mogu biti država, vlada, kompanije... Za investitore su pak ovo investicijski instrumenti jer investitorima obezbjeđuju određeni prinos. Dalje, vrijednosne papire dijele na dužničke i vlasničke vrijednosne papire.

Dužnički vrijednosni papir je obveznica, a vlasnički je obična dionica. Vlasnički vrijednosni papiri su karakteristični za kompanije jer država i vlada ne mogu emitovati dionice.

Prema autorima Ristić *et al.* (2012/2013) izdavanje dionica omogućava kompanijama:

1. Prikupljanje finansijskih sredstava za finansiranje osnovne djelatnosti
2. Proširenje poslovnih aktivnosti preduzeća
3. Distribuciju vlasničkih udjela između investitora

Alibegović (2017) u svojoj knjizi ističe podjelu dionica na tri osnovne klase:

1. redovne – najzastupljeniji oblik dionica, te investitorima donose upravljačka i materijalna prava
2. prioritetne – ograničeno pravo glasa, ali imaju prioritet prilikom isplate dividende
3. povlaštene – nemaju pravo glasa u redovnim oklonostima, ali obezbjeđuju fiksnu dividendu

Specifičnost kod prioritetnih dionica je ta što one obezbjeđuju dividendu, ali kompanija ne mora isplatiti ukoliko nema sredstava za to. Iz tog razloga su prioritetne dionice kumulativne jer se akumulira dividenda. Prema autorima Zaimović i Alibegović (2010) neisplaćene dividende se akumuliraju i isplaćuju u potpunosti. Autori navode da je taj period u FBiH posljednjih pet godina. Pored kumulativnih prioritetnih dionica postoje i druge vrste prioritetnih dionica. Autori navode participativne i opozive kumulativne dionice. Participativne kumulativne dionice osim fiksne dividende osiguravaju i učešće u raspodjeli

dobiti u određenom postotku. Prioritetne dionice mogu biti sa klauzulom opoziva od strane emitenta. Međutim, najčešće su neopozive, neparticipativne i kumulativne prioritetne dionice.

Orsag (1997) u svojoj knjizi ističe osnovne karakteristike koje imaju obične dionice. Prava običnih dioničara utvrđena su statutom društva, te ugovorom o emisiji običnih dionica. Tu se ističu rezidualna potraživanja dioničara na imovinu kao i na poslovni rezultat preduzeća. Obične dionice donose svojim imalcima i pravo upravljanja u korporaciji, odnosno glasanja na skupštini, te pravo preče kupovine prilikom emisije novih dionica. Od ostvarenog poslovnog rezultata se prvo namiruju dioničari sa povlaštenim dionicama i kreditori, a ostatak služi da isplatu dioničarima sa običnim dionicama. Ostatak poslovnog rezultata kompanija može akumulirati u obliku zadržane dobiti ili isplatiti dioničarima u obliku dividendi. Odluka, da li će ostatak poslovnog rezultata akumulirati ili isplatiti dioničarima, se donosi na skupštini dioničkog društva. Shodno ovome, autor navodi dva osnovna motiva zbog kojeg investitori ulažu u obične dionice a to su: dividende i porast vrijednosti dionica. **Preferencijalne dionice** pružaju mogućnost kompanijama da diferencirano formiraju kapital. Orsag (1997) navodi da ne postoji zvanična definicija preferencijalnih dionica, već se analizom prava koja dioničar ima mogu razdvojiti preferencijalne od običnih dionica. Emisija ovih dionica omogućava diverzifikaciju strukture kapitala preduzeća, omogućujući kombinovanje običnih i preferencijalnih dionica. Autor navodi nekoliko razloga zbog kojih se kompanije odlučuju na emisiju preferencijalnih dionica:

- Kompanije nemaju dovoljno sredstava koja bi bila kolateral za emisiju duga odnosno emisiju obveznica
- Prilike na tržištu kapitala nisu najpovoljnije za emisiju duga
- Dioničko društvo posluje u grani gdje su prisutne velike oscilacije u profitu, samim time se ne želi obavezati na fiksnu isplatu kamata i posuđene glavnice
- Dioničko društvo se može opredijeliti za emisiju preferencijalnih dionica ukoliko nisu povoljni uslovi za emisiju običnih dionica
- U slučaju nepovoljnog odnosa duga te kratkoročnih obaveza i vlasničke glavnice, dioničko društvo može izvršiti emisiju preferencijalnih dionica koje poboljšavaju ovaj pokazatelj zaduženosti i povećavaju kreditni kapacitet kompanije

Preferencijalne dionice su prenosivi vrijednosni papiri. Ove dionice sadrže karakteristike običnih dionica kao i obveznica, te predstavljaju alternativni oblik ulaganja između ta dva osnovna oblika dugoročnih vrijednosnih papira sa razvijenim sekundarnim tržištem.

5. GOING PUBLIC I IPO

Alibegović (2017) navodi da u osnovi nastanka svake kompanije jeste preduzetnička ideja. Neke ideje ostanu samo ideje i zamisao, dok druge nađu svoj put kako bi se realizovale. Taj put je osnivanje kompanije. Većina kompanija nastanu kao male i zatvorene organizacije koje su osnovali preduzetnici sami ili sa poslovnim partnerima, porodicom itd. Da bi

kompanija mogla rasti i razvijati se ona mora preduzimati različite investicijske poduhvate. Te investicije se mogu preduzimati iz zadržane dobiti ili iz kredita. Na razvijenim tržištima kompanije potrebna sredstva prikupljaju izlaskom na finansijsko tržište. Taj izlazak na finansijsko tržište se naziva *going public*, te predstavlja važnu prekretnicu u životnom ciklusu kompanije. To podrazumijeva inicijalnu javnu ponudu dionica. Uz ovaj proces, do tada zatvorena kompanija sa zatvorenom vlasničkom strukturom se otvara javnosti i novim investitorima sa ciljem da prikupi potreban kapital.

Jedna od važnih odluka u životnom ciklusu kompanije je da li izaći javno i ponuditi svoje dionice ili ipak ostati u privatnom statusu. Kompanije izlaze javno kroz inicijalnu javnu ponudu dionica potencijalnim investitorima. Na primarnom tržištu se vrši funkcija prikupljanja kapitala te se vrši emisija vrijednosnih papira, a trgovanje već emitovanim vrijednosnim papirima bilo to dionice ili obveznice se vrši na sekundarnom tržištu. Za privredu je bitno da oba tržišta funkcionišu ispravno. Dionice koje se nude u IPO procesu mogu biti nove ili već postojeće dionice. Obično se uz IPO proces vežu nove dionice, ali investitori mogu ponuditi i postojeće dionice ukoliko žele da ostvare profit. (Jenkinson i Ljungqvist, 2001).

U određenoj fazi razvoja kompanije, ona dodatni kapital prikuplja kroz IPO. Nakon IPO procesa kompanija može svoj put nastaviti kroz jedno od tri stanja, a to su: može nastaviti samostalno svoj put, može propasti ili biti stečena odnosno preuzeta i izgubiti svoj identitet. Mnogo faktora utiče na to da li će kompanija preživjeti IPO proces. Tako na primjer veća veličina IPO ponude smanjuje vjerovatnoću da će kompanija biti akvizirana ili da neće preživjeti nakon IPO procesa. Također, značajno je spomenuti da istraživanje i razvoj također igraju značajnu ulogu u opstanku kompanije. Ulaganje u istraživanje i razvoj povećava šanse za opstanak, jer takva ulaganja otežavaju konkurenciji. (Jain i Kini, 1999.)

Velika preduzeća uglavnom su dionička društva zbog prednosti u prikupljanju potrebnog kapitala. Takva preduzeća su javna jer su njihove dionice dostupne na tržištu kapitala. Međutim, bitno je naglasiti da nemaju sva preduzeća karakter javnih, već postoje i preduzeća koja su mala i nedovoljno poznata. Ona nastaju ograničenom emisijom dionica te su po svojoj strukturi bliža privatnim preduzećima pa ih autor Orsag (1997) naziva privatnim dioničkim preduzećima. Privatna dionička preduzeća imaju ograničene mogućnosti u pribavljanju kapitala. Da bi poboljšale svoje mogućnosti, ona prelaze u javna preduzeća čije se dionice kotiraju na berzi i koja imaju veliki broj vlasnika. Autor navodi taj prelazak iz privatnog preduzeća u javni kao proces ekspanzije i rasta preduzeća. Taj proces se naziva *going public*. Iako prelazak u javno dioničko društvo donosi mnoge prednosti, uključujući veću mogućnost prikupljanja velikih suma kapitala, kompanije moraju prihvatiti i rizike koji dolaze.

5.1. Going public i IPO proces

Inicijalna javna ponuda se sastoji od nekoliko koraka koji se mogu podijeliti u ključne faze a to su: priprema, izrada prospekta, odobrenje prospekta od strane regulatora, promocija, određivanje cijene, te upis, uplata i uvrštavanje na berzu. Prije donošenja konačne odluke, kompanija se konsultuje sa investicijskom bankom kako bi se utvrdilo koja su očekivanja od emisije dionica, koja količina kapitala se želi prikupiti, da li će se vršiti samo emisija novih dionica ili će i postojeći dioničari ponuditi svoje dionice. Izrada prospekta je naredna faza. Prospekt je dokument koji sadrži sve relevantne informacije o kompaniji, te ga potpisuje menadžment koji tvrdi da su informacije sadržane u prospektu tačne. Ključno je da komisija za vrijednosne papire odobri prospekt. Nakon što je prospekt odobren, organizuje se road show s ciljem prezentacije potencijalnim investitorima kako bi se utvrdila zainteresovanost investitora. Kada je riječ o određivanju cijene, ona se može utvrditi na tri načina: određivanje početne cijene, putem bookbuildinga i izbor fiksne cijene. Nakon utvrđivanja cijene, slijedi uplaćivanje novca kompaniji i uvrštavanje na berzu (Banjalučka berza. 2010).

Rončević *et al.* (2021) ističu koja tri načina preduzeća u IPO procesu mogu koristiti, a to su: izdavanje dionica privatnom ponudom, inicijalnom javnom ponudom (IPO) i sekundarnom javnom ponudom (SPO). Kada je riječ o *privatnoj ponudi*, tu se nudi upis dionica ograničenom broju investitora. Ti investitori mogu biti penzioni fondovi, već postojeći dioničari, osiguravajuća društva itd. *Inicijalna javna ponuda* predstavlja prvu ponudu dionica kompanije javnosti. Proces se sastoji od nekoliko koraka. Prvi korak jeste planiranje IPO procesa koji podrazumijeva planiranje kada će se dionice ponuditi javnosti, u kojem obimu te koja je željena cijena. Drugi korak jeste odabrati finansijskog stručnjaka koji će se pobrinuti za sve pravne poslove. Naredni korak podrazumijeva sastavljanje prospekta emisije koji se dostavlja komisiji za vrijednosne papire. Nakon odobrenja nadležne komisije za vrijednosne papire priprema se promocija ponude tzv. road show. Prezentacija služi za feedback potencijalnih investitora kako bi se utvrdila konačna cijena dionica, te posljednji korak je uvrštavanje na domaću berzu. *Sekundarna javna ponuda* podrazumijeva prodaju dionica od postojećih vlasnika ili prodaja novoizdanih dionica. IPO i SPO proces karakterišu visoki troškovi izdavanja za razliku od uzimanja kredita.

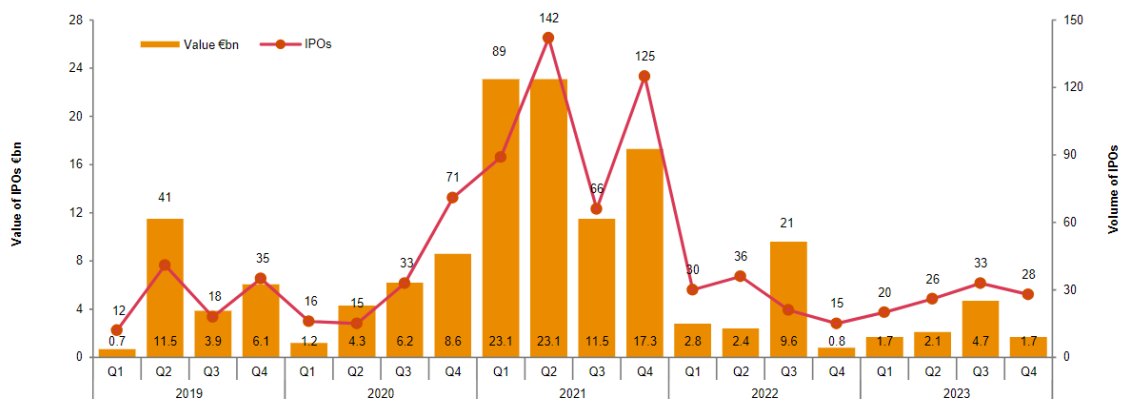
Autorica Denčić-Mihajlov (2013) navodi složenost IPO procesa. Inicijalna javna ponuda predstavlja prvo emitovanje dionica kompanije koja prije nije bila listirana na berzi, odnosno čijim se dionicama nije trgovalo. Kroz ovaj postupak kompanija se otvara iz zatvorenog statusa u otvoreni, te svoje dionice nudi zainteresovanim, odnosno potencijalnim investitorima. Investitori ulažu svoj novac u dionice, a kompanija obezbjeđuje potreban kapital za svoje poslovanje. Međutim, bitno je prepoznati važnost ovog procesa jer on utiče na vlasničku strukturu kao i prava postojećih vlasnika. Autorica navodi da se inicijalna javna ponuda sastoji od brojnih koraka koji se moraju obaviti prije izlaska na berzu. Tako na primjer kompanija koja želi ponuditi javno dionice prije tog procesa mora organizovati svoje poslovanje kao da već ima status javne kompanije, odnosno trebali bi organizovati redovne

sastanke upravnog odbora, kreirati mehanizam za komunikaciju sa dioničarima te prihvatiti upravljanje zasnovano na bazama podataka.

Osnovni motiv za emitovanje dionica jeste ideja rasta kompanije i smanjenje zaduženosti. Prva javna emisija dionica kompanije na tržištu kapitala se naziva **inicijalna javna ponuda** (IPO). Investicijska banka može zauzeti dvije uloge u IPO procesu. Prva uloga jeste da garantuje za čitavu emisiju dionica, te ukoliko emisija ne uspije investicijska banka otkupljuje cjelokupnu emisiju. Druga uloga jeste preuzimanje bez obaveze otkupa emisije. Prednost prve uloge se ogleda u transferu rizika sa emitenta na investicijsku banku. Ukoliko je riječ o velikim emisijama dionica, sindikat posrednika se organizuje radi podjele rizika i posla.

Kada je riječ o IPO procesima na evropskom tržištu, podaci sa PWC stranice pružaju prikaz kretanja te dinamike IPO procesa. U 2023. godini zabilježen je pad evropskih IPO-a za više od trećine, ali istraživanja pokazuju da se u 2024. godini može očekivati poboljšanje. Istraživanje pokazuje da su prihodi prikupljeni sa evropskih IPO tržišta manji za 35% u odnosu na 2022. godinu. PWC u svojim izvještajima ističe da je Kina bila najveće tržište za IPO sa ukupnim prihodima u iznosu od 45,3 milijarde dolara, a nakon Kine slijedi SAD sa prihodom od 24 milijarde dolara i Indija sa prihodom u iznosu od 6,6 milijarde dolara. Najveći dio IPO-a se desio u okviru računarstva i elektronike. Grafikon preuzet sa PWC stranice pokazuje vrijednosti IPO-a na evropskom tržištu.

Slika 2: Grafikon IPO-a na evropskom tržištu



Izvor: IPO Watch Europe Annual Review 2023

Kao što vidimo na grafikonu u 2023. godini na evropskom tržištu je bilo 107 ponuda u iznosu od 10,2 milijarde eura. Međutim, primjetan je osjetan pad u odnosu na 2021. godinu kada je bilo 422 inicijalne ponude.

6. PREGLED LITERATURE

6.1. Finansiranje kompanije i struktura kapitala

U poglavlju broj tri su obrađene osnovne dileme prilikom izbora vrste finansiranja preduzeća. Autori Jabeen, Alib i Alic (2021) istražuju preferencije vlasnika i menadžmenta u odluci između vanjskih i internih izvora finansiranja. Za potrebe istraživanja su odabrana 341 mala i srednja preduzeća iz Pakistana. Mala i srednja preduzeća imaju ograničenja pri uzimanju kredita jer nemaju dovoljno kolaterala, samim time banke nisu voljne posuditi sredstva. Mala i srednja preduzeća koja su u vlasništvu porodica (porodični biznis) preferiraju da se finansiraju iz kapitala koji osiguravaju porodica i prijatelji. S druge strane, mala i srednja preduzeća u vlasništvu muškaraca se uglavnom finansiraju iz lizinga.

Postavlja se pitanje da li kompanije samo brinu o vrsti sredstava ili ulogu igra i odakle ta finansijska sredstva dolaze. Autor MacKie-Mason (1990) objašnjava da različiti izvori (davatelji) sredstava imaju različit pristup informacijama o kompaniji, što predstavlja razlog kompanijama da uzimaju u obzir ko pruža sredstva. Studije provedene od 1970. do 1979. godine od strane Roberta Taggarta pokazuju da je u periodu od 1971.-1975. zabilježena niska upotreba internih izvora finansiranja. Od posebnog značaja je i teorija Stewarta Myersa modificirana teorija odabira redoslijeda finansijskih odluka. Ova teorija govori o tome da postoji hijerarhija preferencija izvora finansiranja. Dakle, kompanije će prije posegnuti za dobiti koju ostvarila uspješnim poslovanjem, pa onda za javnim i privatnim dugovima a kao posljednju opciju će odabrati emitovanje dionica. Pored modificirane teorije odabira redoslijeda, značajna je i teorija skrivenih informacija. Prema toj teoriji, kompanija će preferirati određene pružatelje, odnosno izvore finansijskih sredstava, neovisno o vrsti vrijednosnog papira.

Autori Sun, Ding, Guo i Li (2016) u svom radu ispituju da li agencijski problemi¹ utiču na finansijsku polugu preduzeća i odluku o vanjskim izvorima finansiranja sa dokazima iz Ujedinjenog Kraljevstva. Za bilježenje vlasničke strukture koriste dvije mjere: MSO – menadžersko vlasništvo nad dionicama i institucionalno vlasništvo. Rezultati analize pokazuju da postoji nelinearni odnos između menadžerskog vlasništva nad dionicama i nivoa zaduženosti firme. Tako kompanije sa koncentrisanim MSO smanjuju finansijsku polugu i prije posežu za emitovanjem dionica, nego obveznica. U kompanijama gdje je niži odnos MSO, odnos sa finansijskom polugom je pozitivan, te će se kompanija okrenuti finansiranju putem duga odnosno emitovanjem obveznica. S višom razinom MSO, menadžeri žele izbjeći rizik bankrota koji se može desiti emitovanjem obveznica, pa će odabrati radije emitovanje dionica.

¹ Agencijski problemi se odnose na sukob interesa između različitih strana u kompaniji, ali najčešće podrazumijevaju sukob interesa između menadžera (agenti) i vlasnika (principali)

Agrawal, Bansal i Bansal (2019) ispituju determinante strukture kapitala sa dokazima iz Indijskih kompanija. Kompanije koje su razmatrane su u okviru IT-a, automobilske i naftne industrije. Navode definiciju strukture kapitala ili strukture finansiranja kao kombinaciju duga i kapitala. Determinante koje utiču na strukturu kapitala su: profitabilnost, veličina preduzeća, materijalna/nematerijalna imovina, nestabilnost i omjer servisiranja duga. Profitabilna kompanija može da podnese veći udio dugoročnih vanjskih obaveza u svojoj strukturi kapitala. Samim time kompanija može uzeti u obzir i veći rizik koji dolazi s udjelom duga u strukturi kapitala. Od prednosti za visok omjer duga se ističe poreska olakšica jer kamate koje se plaćaju na dug mogu se odbiti od poreske osnovice. Međutim, drugi autori tvrde da visoka profitabilnost može uticati na kompanije da se manje zadužuju. Razlog tome je što se kompanije mogu okrenuti internim izvorima finansiranja umjesto zaduživanja koje će dovesti do povećanih troškova i rizika. Druga determinanta, veličina preduzeća govori da je vjerovatnoća bankrota većih preduzeća manja zbog mogućnosti diverzifikacije. Autori navode značajno istraživanje Bhadurija iz 2002. godine koji kaže da će veća preduzeća prije posegnuti za dugom nego kapitalom. Kao razloge je naveo da veća preduzeća imaju niže kamatne stope zbog svoje stabilnosti, te mogu da iskoriste ekonomiju obima. Istraživanje također pokazuje da preduzeća koja imaju više materijalne imovine će potrebna sredstva prikupiti kroz dug jer materijalna imovina može pružiti kolateral. Ukoliko preduzeće posluje nestabilno, onda se vjerovatno neće okrenuti dužničkim instrumentima kao izvor finansiranja. Omjer servisiranja duga je determinanta koja također određuje strukturu kapitala. Visok omjer servisiranja duga upućuje na sposobnost kompanije za plaćanje kamata na dugoročne dužničke instrumente.

Autorice Mateos-Ronco i Guzman-Asuncion (2018) u svom radu istražuju determinante o finansiranju i posljedice koje te odluke imaju na način na koji se kompanija upravlja, stavljajući u fokus španske poljoprivredne zadruge. Jedinствене karakteristike ovih zadruga determinišu koji izvori sredstava su im dostupni. Kao što je već napisano prethodno, nisu svi izvori finansiranja dostupni svim kompanijama. Poljoprivredne zadruge su najčešći oblik organizacije u poljoprivrednom sektoru. Autorice ispituju strukturu kapitala španskih poljoprivrednih zadruga i nastoje odrediti koji faktori određuju razinu duga. Također, navode prethodna istraživanja koja ukazuju na to koliko je teško testirati koja finansijska teorija objašnjava strukturu kapitala preduzeća. Rezultati pokazuju da zadruge pribjegavaju vanjskim izvorima finansiranja samo ako nemaju dovoljno internih izvora. Postavlja se pitanje da li je to izbor zadruga ili ograničenost pristupa tržištu kapitala. Također, rezultati pokazuju da što zadruga ima veći promet po članu to se ona i više zadužuje što ukazuje na povezanost između obima poslovanja i stepena zaduženosti. Najvažniji izvori finansiranja španskih zadruga su: interni izvori finansiranja, krediti i zajmovi te subvencije i grantovi. Interni izvori finansiranja su zadržana dobit i dodatni ulozi članova. Kada interni izvori finansiranja nisu dovoljni, zadruge pribjegavaju trgovačkim kreditima kao kratkoročnim izvorima finansiranja. Autorice ističu također da španske zadruge koriste subvencije i grantove koje nude vlade. Također, rezultati analize pokazuju da španske zadruge imaju lošu politiku prema zadržanoj dobiti, te one ne zadržavaju dovoljno sredstva unutar zadruga već

maksimiziraju isplate članovima. To ukazuje da iako bi prije posegnuli za vlastitim izvorima finansiranja, zbog loše politike su prisiljeni posegnuti za vanjskim izvorima.

Autor MacKie-Mason (1990) ističe dvije glavne teorije koje se pojavljuju u literaturi o korporativnom finansiranju. Tradicionalna teorija jeste da kompanija razmatra troškove i kapital, te onda odabere optimalan nivo finansijske poluge. Noviji pristup naglašava troškove povezane sa različitim davateljima, odnosno izvorima finansiranja, umjesto vrste osiguranih sredstava. Autor naglašava da je asimetrija informacija važna determinanta finansijskih izbora. Na izbor izvora finansiranja utiču transakcijski troškovi i agencijski problemi. Visoki transakcijski troškovi mogu obeshrabriti kompanije da izdaju vrijednosne papire i samim time da se okrenu internim izvorima finansiranja. Agencijski problemi se javljaju kao posljedica sukoba menadžera i dioničara jer menadžeri mogu donositi odluke koje nisu uvijek u interesu dioničara.

Autori Odorović, McKain, Garvey i Schizas (2020) u svom radu ispituju koji izvori finansiranja su dostupni fintech kompanijama na Zapadnom Balkanu. Tu ističu da bi prodaja dionica na primarnom i sekundarnom tržištu bila adekvatna za prikupljanje potrebnog kapitala. Međutim, razvoj nacionalnih berzi Zapadnog Balkana je skroman u odnosu na evropske berze. Također, broj inicijalnih javnih ponuda je jako mali. Autori navode da su državne obveznice dominantni vrijednosni papiri kojima se trguje. Prva inicijalna ponuda nakon 80 godina u Srbiji je sprovedena 2018. godine. Nakon osam decenija, kompanija Fintel Energija a.d se odlučila ponuditi svoje dionice javno. S druge strane, Albanska berza vrijednosnih papira još uvijek nije zabilježila inicijalnu javnu ponudu. Autori također navode da je tržište dionica dobro kapitalizirano, ali i dalje su državne obveznice glavni finansijski instrument. Značajan je regulatorni zahtjev koji nalaže kompanijama da ne mogu privatno prodavati dionice dok ne izvrše inicijalnu javnu ponudu. Ovo ukazuje da postoji mehanizam koji obavezuje kompanije za IPO, ali i dalje su prisutne barijere koje sprečavaju kompanije da se odluče za ovaj proces.

6.2. Motivi za IPO proces

Pešterac (2020) u svom radu ističe dva osnovna motiva sa stajališta dioničara i menadžmenta za IPO proces. Dva motiva su teorija životnog ciklusa i teorija tržišnog tajminga. Teorija životnog ciklusa polazi od pretpostavke da strateške finansijske odluke, kao što je kada izaći na berzu, ovise od faze poslovanja u kojoj se nalazi kompanija. U osnovi, teorija životnog ciklusa se zasniva na tri važna faktora a to su: rast i razvoj, kontrola vlasništva i likvidnost. Autorka navodi da će odluka o izlasku na berzu biti donesena u trenutku kada sticanje vanjskog dioničarskog kapitala putem IPO procesa dovede do optimalne strukture kapitala. Teorija tržišnog tajminga ukazuje na to da će kompanija izaći javno, kad uslovi na tržištu budu povoljni. Autorka također kroz urađenu SWOT analizu pruža pregled koje su osnovne snage, slabosti, prilike i prijetnje IPO procesa. Kao osnovne snage navodi mogućnost prikupljanja velikog iznosa sredstava koja su neophodna za daljni rast i razvoj, smanjeni troškovi posuđivanja sredstava od banaka, poboljšani imidž kao i vidljivost preduzeća.

Osnovne slabosti koje je autorka identifikovala u IPO procesu jesu visoki troškovi izdavanja, javno objavljivanje informacija te složenost IPO procesa. Mogućnosti koje nudi IPO proces su ostvarenje veće konkurentnosti na tržištu, smanjenje finansijske poluge itd. Prijetnje u IPO procesu mogu biti preniska cijena dionica, odnosno podcijenjenost koja je predmet mnogih istraživanja, te neprijateljsko preuzimanje jer dionice donose pravo glasa samim time i nude vlasnicima mogućnost upravljanja kompanijom. Dinamika na tržištu kapitala igra značajnu ulogu u podcijenjenosti dionica.

Autori Gill de Albornoz i Pope (2004) ispituju koji faktori utiču na donošenje odluke o going public uzimajući u obzir kompanije u Ujedinjenom Kraljevstvu. Rezultati pokazuju da glavni motiv kompanije koja se odluči za inicijalnu javnu ponudu nije potreba za finansiranjem. Neke od prednosti izlaska na berzu su finansiranje rasta, rebalans portfolia likvidnost itd. Međutim pored prednosti postoje i određeni nedostaci, koji možda odbijaju kompanije da izađu javno a to su: početni i naknadni troškovi izlaska na berzu, teorija nepovoljnog odabira... Teorija nepovoljnog odabira naglašava kako informacijska asimetrija utiče na podcijenjenost IPO-a. Ova teorija ukazuje na to da menadžment kompanije ima više informacija, nego investitori stoga cijena po kojoj se nude dionice mora biti niža kako bi se kompenzovao rizik investitora. Jedan od načina na koji kompanije mogu da prevaziđu problem asimetrije informacija je profitabilnost. Ukoliko su finansijski pokazatelji firme dobri, onda to sugeriše investitorima da je u pitanju kompanija koja je kvalitetna i koja dobro donosi odluke. Još jedan od nedostataka koji se navodi u literaturi jesu troškovi otkrivanja informacija. Troškovi otkrivanja informacija bi mogli obeshrabrili kompanije za inicijalnu javnu ponudu. Prema tome, ukoliko IPO proces otkriva privatne i vlasničke informacije, onda bi intezitet istraživanja i razvoja (R&D) trebao biti negativno povezan sa izlaskom u javnošću. Dakle, kompanije koje ulažu puno u istraživanje i razvoj vjerovatno se neće upustiti u IPO proces jer bi to dovelo do otkrivanja privatnih informacija.

Nameće se pitanje da li izdati dionice, obveznice ili ostati u privatnosti. Autori Jackowicz, Kowalewski, Kozlowski i Roszkowska (2017) identifikuju determinante odluka na nivou kompanija za inicijalne javne ponude u postkomunističkim zemljama. Uprkos razvoju tržišta kapitala u postkomunističkim zemljama ona i dalje ostaju nerazvijena u usporedbi sa tržištom kapitala u razvijenim zemljama. Analiza pokazuje da kompanije koje su veće i profitabilnije imaju veću tendenciju da izađu javno od kompanija koje su manje i ne toliko profitabilne. Međutim, bitno je naglasiti da se determinante razlikuju od tržišta.

Mayur i Kumar (2006) istražuju u svom radu determinante odluke going public s dokazima indijskih kompanija. Standard and Poor's je 2003. godine rangirao Indiju kao broj jedan uzevši u obzir broj ulagača i broj uvrštenih kompanija. Primarno tržište jeste segment tržišta kapitala koji pruža kompanijama priliku da prikupe svježi kapital. Mnogo više kompanija pristupa primarnom tržištu za dodatni kapital umjesto da posegnu za drugim načinima finansiranja. Kao značajne determinante su se izdvojile starost, veličina, zaduženost i profitabilnost kompanije. Rezultati pokazuju da će veće i profitabilnije kompanije će prije izaći javno. Također, rezultati pokazuju da kompanije ne koriste inicijalnu javnu ponudu za

smanjenje dugova. Zabilježena je negativna veza između starost i odluke o izlasku javno. Kod mlađih kompanija je prisutna neizvjesnost, stoga će prije izaći javno nego starije kompanije.

Patrescu (2014) se kroz svoj rad trudi dati i sintentizirati odgovore na ključna pitanja kao što su na kojoj berzi ponuditi dionice, koji su argumenti za i protiv odluke kompanije da postane javna. Sve analize i istraživanja upućuju na to da ne postoji jednoglasni odgovori. Kada je riječ o berzanskim tržištima, studije preporučuju međunarodna tržišta zbog većih šansi za uspjeh ponude i zbog veličine tržišta. Od tržišnih uslova i karakteristika kompanije zavisi kada će istupiti i ponuditi javno svoje dionice. Autorica je obuhvatila istraživanja drugih autora koji imaju različito mišljenje kada je riječ o motivima za IPO. Jedni tvrde da je otvaranje prema javnosti zadnja opcija u finansiranju kompanije te da će radije emitovati obveznice, dok drugi istraživači povezuju odluku o IPO sa tržišnim optimizmom. Kompanije kada prvi put emituju obveznice radije biraju nacionalno tržište nego međunarodno. Navodi se da su najprivlačnije berze u periodu od 1970.-te do 1980.-te bile berze u Njemačkoj, Belgiji, Austriji a od 1980.-te i u Americi. Kroz dalji rad daje prikaz argumenata za i protiv ponude dionica na međunarodnom tržištu.

Marinković, Ljumović i Stojković (2012) u svom radu pružaju pregled motiva za i protiv prelaska u status javne kompanije. Od motiva za izlazak se izdvajaju: diverzifikacija, finansijsko restrukturiranje, veća prepoznatljivost...Kao razlozi protiv izlaska javno se navode troškovi i rizici koji su praćeni samim procesom.

Autori Hrkuša, Milković i Daraboš Longin (2020) analiziraju inicijalne javne ponude i korporativno upravljanje u Hrvatskoj. Analizirane su hrvatske kompanije s ciljem utvrđivanja motiva za inicijalnu javnu ponudu. Među najznačajnijim motivima se javljaju: finansiranje određenog projekta, refinansiranje duga, povećanje prepoznatljivosti kompanije na tržištu kapitala itd.

6.3. Različitosti u IPO procesu između zemalja

Autorica Vladimirović (2022) ispituje specifičnosti IPO procesa u Sjedinjenim Američkim Državama. Osnovna prednost emitovanja dionica u odnosu na pozajmljena sredstva jeste što kapital prikupljen emisijom dionica nema rok dospjeća već se isplaćuju dividende dioničarima koje ovise o uspješnosti poslovanja, poslovnih odluka i ostvarenoj dobiti preduzeća. Međutim, kao nedostatak se javlja upravljačko pravo u korporaciji koje donose dionice. Za IPO proces se najčešće opredjeljuju manje kompanije kojima je potreban dodatni kapital, ali nije isključeno da i veće kompanije mogu pristupiti IPO procesu. Autorica navodi da je određivanje cijene dionica u IPO procesu jedan od najtežih zadataka. Ukoliko je previsoka cijena to može povećati rizik da će emisija biti neuspješna, dok s druge strane ukoliko je preniska cijena to može dovesti do rizika da kompanije neće prikupiti dovoljno potrebnih sredstava. Jedan od metoda za formiranje cijene jeste Book Building koji potiče iz SAD-a, a kasnije se proširio i u Evropi. Investicijska banka prikuplja ponude od

institucionalnih investitora, te ih razvrstava po cijeni, količini. Bitno je naglasiti da ova faza nije javna. Nakon prikupljenih svih ponuda, na osnovu potražnje za dionicama investicijska banka formira cijenu. Ovaj metod smanjuje rizik da će ponuda biti neuspješna jer ova cijena obično odražava volju i interes potencijalnih investitora. Dva najbitnija zakona koja regulišu finansijsko tržište u SAD-u su Zakon o vrijednosnim papirima i Zakon o berzama. Kao faktore koji utiču na cijenu dionica u IPO procesu navodi sljedeća tri: ukupna situacija na tržištu, specifičnost emitenta i politika investicijskih banaka. Autorica ističe da je IPO proces u SAD-u doveden do savršenstva, te da zauzima vrlo važnu ulogu. Razlog tome je razvijen institucionalni okvir koji uređuje ovu oblast.

Autori Malinić i Denčić-Mihajlov (2010) navode neke od ključnih razlika između IPO procesa u SAD-u i u Evropi. U radu se ističe da je IPO tržište u Evropi do 2000. godine bilo daleko iza IPO tržišta u SAD-u. Postoje značajne razlike kada je riječ o otvaranju preduzeća i IPO procesa u SAD-u i Evropi. Ritter (2003) navodi jednu od ključnih razlika a to je period mirovanja u SAD-u. Period mirovanja počinje od donošenja odluke za IPO proces do izlaska na berzu 40 kalendarskih dana. U tom periodu, analitičarima je zabranjeno da iznose bilo kakve procjene i informacije koje bi mogle uticati na investitore, a sve s ciljem da se zaštite investitori i da bude fer i transparentan proces. Period mirovanja ne postoji na evropskom tržištu. Naredna razlika je da kompanije koje izlaze javno na evropsko tržište su u prosjeku starosti 28 godina, a starost kompanija na američkom tržištu je u prosjeku sedam godina. Autor u svom radu navodi primjer Njemačke, gdje je trgovanje moguće prije nego što je cijena ponude određena, dok takva praksa nije prisutna na američkom tržištu.

6.4. Anomalije i upravljanje zaradom u IPO procesu

U IPO procesu su identifikovane brojne anomalije a najznačajnija od njih jeste podcijenjenost, kao i niska uspješnost IPO-a. Podcijenjenost se definiše kao fenomen koji se događa kada je cijena novih ponuda (IPO) na tržištu niža od cijene zatvaranja prvog dana kada dionice počnu kotirati na berzi. Studije su pokazale da ove dvije anomalije postoje i na razvijenim tržištima, kao i na tržištima koja su u razvoju. Podcijenjenost kao i niska uspješnost IPO može se pripisati sljedećim faktorima: starost firme, veličina firme, reputacija izdavača dionica itd.

Autor Lakić (2012) navodi ključni problem kod utvrđivanja cijene dionica u IPO procesu a to je podcijenjenost. Kao razloge koji dovode do podcijenjenosti dionica autor navodi: nestabilnost tržišta i nepovoljna finansijska pozicija kompanije. IPO proces je efektivan način za kompanije da povećaju iznos novca koji im je potreban za različite poslovne poduhvate.

Značajan doprinos ovoj temi dale su autorice Mohamed i Joyce (2023) koje ispituju da li postoji veza između podcijenjenosti IPO-a i loših dugoročnih performansi, stavljajući u fokus Švedsku i Veliku Britaniju. Jedan od ključnih razloga podcijenjenost IPO-a jeste informacijska asimetrija jer izdavač (u ovom slučaju dionica) ima više informacija od

investitora što dovodi do podcijenjenosti. Teorija signalizacije sugerira kako se informacije percipiraju na tržištu, te kako sudionici na tržištu percipiraju različite signale. Konkretno u kontekstu IPO-a teorija signalizacije sugerira da kompanije, izdavači, koriste cijenu inicijalne javne ponude kao način da šalju signal investitorima o vrijednosti kompanije. Ako je niska cijena IPO-a to može sugerirati investitorima da izdavač vjeruje da kompanija ima visoku vrijednost, te da će vjerovatno imati dobre rezultate u budućnosti. Pored ovih teorija, pojavljuju se teorija agencije, teorija pobjedničke kulture itd. Za istraživanje su koristile regresijsku analizu metodom najmanjeg kvadrata. Analiza je pokazala različitost u odnosu između podcijenjenosti IPO-a i niske uspješnosti kada je riječ o Švedskoj i Velikoj Britaniji. U Velikoj Britaniji je zabilježen pozitivan odnos između podcijenjenosti IPO-a i dugoročnih performansi. To znači da kada je cijena inicijalne javne ponude niža od stvarne vrijednosti kompanije, dugoročni učinak dionica je pozitivan što je u suprotnosti sa teorijom efikasnosti tržišta. S druge strane u Švedskoj je zabilježen negativan odnos između podcijenjenosti IPO-e i dugoročne uspješnosti, što implicira da inicijalne javne ponude koje su podcijenjene imaju tendenciju da ostvare lošije performanse na duži rok.

Autorica Al Shawawreh (2023) ispituje dugoročne performanse cijena IPO-a na berzi u Amanu. Rezultati su pokazali da je dugoročni učinak IPO-a negativan. Prema hipotezi efikasnosti tržišta cijena dionica odražava sve relevantne informacije, međutim dostupnost dugoročnog abnormalnog prinosa je suprotan ovoj hipotezi. Abnormalni prinos se definiše kao razlika između stvarnog i očekivanog prinosa vrijednosnih papira i predstavlja rezultat događaja koji utiču na cijenu vrijednosnih papira kojima se trguje, kao što je najava dividendi, najava dobiti kompanije itd. Brojne studije pokazuju negativan odnos između početnog prinosa javne ponude i dugoročnog učinka cijene dionica.

Postavlja se pitanje da li informacije koje imaju investicijske banke se mogu iskoristiti prilikom trgovanja dionicama. Chiang, Lowry i Quian (2019) istražuju kako su osiguravatelji inicijalnih javnih ponuda, odnosno investicijske banke, povezani s povratom od IPO-a. Za potrebe ovog istraživanja su uzeli IPO-e sa berze u Tajvanu u periodu od 2005. do 2011. godine. Rezultati pokazuju da su trgovine glavnih osiguravača u IPO firmama povezane sa abnormalnim prinosima od IPO-a. Ova veza je izraženija u IPO-a sa većom informacijskom asimetrijom kao i kod osiguravača koji imaju najviše iskustva u industriji. To znači da osiguravatelji emisije dionica imaju jedinstven uvid u vrijednost tih kompanija, te da trguju i ostvaruju korist korištenjem tih informacija. Autori navode da bi trebao postojati kineski zid između odjela u investicijskim bankama kako se ne bi dijelile informacije. Ipak, istraživanje pokazuje da se informacije između odjela dijele. Na tajvanskom tržištu su banke dužne objaviti podatke koji pružaju uvid u vlasničko trgovanje bankom² i vezu između banke i klijenta.

² Banka koristi vlastita sredstva kako bi trgovala finansijskim instrumentima kao što su dionice, obveznice s ciljem ostvarivanja profita.

Autori Premti i Smith (2019) u svom radu istražuju karakteristike kompanije povezane s upravljanjem zaradom³ tokom IPO procesa. Rezultati analize pokazuju da su kompanije sklone pozitivnom diskrecijskom razgraničenju⁴ i prije i nakon IPO-a. Međutim, što je izvjesnije da će kompanija pristupiti tržištu kapitala to je manje vjerovatno da će upravljati zaradom prije IPO-a. Ova tvrdnja sugerira da kompanije koje planiraju izaći javno, žele da se predstave što transparentnije potencijalnim investitorima. Također, kompanije koje posluju u zemljama sa jakim pravnim sistemom, manje su sklone da upravljaju i manipulišu prihodima. Prije izlaska kompanije na tržište kapitala, informacijska asimetrija je velika jer izdavači imaju više informacija od investitora.

6.5. Zašto kompanije ne emituju dionice?

Autorica Meluzin (2008) u svom radu ispituje probleme s kojima se suočavaju češke kompanije koje se odluče za finansiranje putem inicijalne javne ponude. Finansiranja putem IPO-a je široko zastupljeno na području zapadne Evrope, SAD-a i Japanu. Međutim, u Češkoj nije slična situacija. Autorica navodi razna istraživanja i problematiku pitanja “Zašto je slab interes čeških kompanija za finansiranje putem dionica”. Nije moguće dati jedan odgovor s obzirom da se radi o skupu faktora koji utiču na menadžere i vlasnike da se okrenu drugim izvorima finansiranja. Sve faktore koji su razlog niskog broja IPO-a, Meluzin (2008) dijeli u četiri kategorije:

1. ekonomski razlozi
2. prepreke zakonodavnog karaktera
3. prepreke na strani izdavatelja i
4. ostali razlozi

U *ekonomske faktore* se ubrajaju nizak stepen regulacije češkog tržišta kapitala, preferencija finansiranja putem bankarskih kredita, zaštita investitora i vlasničke strukture čeških kompanija. Nezadovoljavajuće *zakonodavstvo* je prema mnogim autorima jedan od ključnih prepreka za uspješnu realizaciju IPO-a na tržištu kapitala. Zakon o vrijednosnim papirima za Češku je sadržao niz odredbi koje su otežavale IPO proces. Međutim, autorica ističe da je došlo do izmjena zakona te da su sada usklađeni sa zakonima razvijenih tržišta kapitala. Stoga razlog niskog broja IPO-a može biti prepreka na strani izdavatelja. Mnoge kompanije ne vide češko tržište kapitala kao dovoljno privlačno da bi prikupili potrebna sredstva. Također, smatraju da su troškovi posuđivanja sredstava i dalje niži u odnosu na izdavanje dionica. Kao dodatni razlozi se navode strah od ograničenja kontrole nad kompanijom jer investiranje u dionice njenom vlasniku donosi ne samo dividendu, već i upravljačko pravo. Međutim, za inicijalnu javnu ponudu dionica su obično zainteresovani institucionalni investitori kojima fokus nije na upravljanju kompanijom i preuzimanje kontrole. Pored straha

³ Upravljanje zaradom prije IPO procesa podrazumijeva praksu u kojoj menadžment kompanije manipuliše finansijskim izvještajima kako bi se prikazala povoljnija slika kompanije i prikrili gubici i loše poslovanje.

⁴ Diskrecijsko razgraničenje (Discretionary accrual) predstavlja računovodstveno usklađivanje i predstavlja tehniku upravljanja zaradom.

od ograničenja kontrole, pojavljuje se i strah od javne kontrole jer nakon realizacije IPO-e, sve upravljačke aktivnosti su potpuno transparentne.

Autori Meluzin, Zinecker, Balcerzak i Pietrzak (2018) su ažurirali prethodno istraživanje i sa novijim podacima probali doći do odgovora zašto kompanije u Poljskoj i Češkoj ostaju u statusu privatne firme. Sprovedena je anketa, gdje su ispitanici bili pet finansijskih direktora kompanija koje se smatraju potencijalnim kandidatima za iduće IPO procese. Kao glavni razlozi protiv inicijalne javne ponude direktori su naveli: otkrivanje informacija i ograničenje kontrole kod donošenja novih poslovnih odluka. Također, autori su zabilježili da direktori ne vide IPO proces kao jeftiniji i fleksibilniji izvor finansiranja u odnosu na tuđe izvore kao na primjer kredit.

Slično istraživanje je sproveo i autor Erić (2013) u svom radu “Zašto nema inicijalnih javnih ponuda na srpskom tržištu kapitala”. Autor ističe da je Srbija u ekonomskom smislu na dnu ljestvice i da zaostaje za mnogim zemljama. Od ponovnog uspostavljanja berze 1989. godine nije zabilježena niti jedna inicijalna javna ponuda, a sve dionice kojima se trguje su nastale na jedan od dva načina:

- kroz proces kapitalizacije (što je najčešći slučaj) ili
- kroz proces dokapitalizacije (sezonska dodatna emisija dionica preduzeća, čiji su vrijednosni papiri već uvršteni na berzu procesom privatizacije)

Srpsko tržište kapitala se temelji na privatizaciji. Međutim, primarna funkcija tržišta kapitala je emitovanje vrijednosnih papira uz pomoću kojih njihovi emitenti prikupljaju potrebna sredstva. Postavlja se pitanje, koja je funkcija tržišta kapitala ako nema inicijalnih javnih ponuda i ako nije ispunjena primarna funkcija. Intervjuisani su menadžeri velikih preduzeća, kako bi se saznao razlog zbog kojeg se ne odlučuju za IPO proces. Najveći dio preduzeća je organizovan kao d.o.o. (društvo s ograničenom odgovornošću). Samim time smanjen je broj mogućnosti za rast i razvoj. Menadžeri imaju otpor prema IPO procesu, jer on zahtjeva transparentnost i veću otvorenost, a to je menadžerima velikih kompanija odbojno. Oni poznaju osnovne principe korporativnog upravljanja, ali ne žele pretvoriti svoje preduzeće u otvoreno dioničko. Drugi razlog jeste razvodnjavanje vlasništva, odnosno dioničari postojeći žele zadržati svoj dominantni udio. Autor navodi nespremnost na promjenu i usvajanje korporativnog upravljanja kao ključni problem. Pored ovih razloga protiv IPO ponude, menadžeri su naveli i složenost procedure za inicijalnu javnu ponudu. Tačnije, potrebna finansijska sredstva im je lakše prikupiti putem bankarskih kredita, nego da emituju dionice. Autor ističe tri manipulativne prakse koje su doprinjele negativnom publicitetu IPO-a: spinning, prevelike provizije i laddering⁵. Spinning predstavlja dodjeljivanje dionica povlaštenim investitorima. Ukoliko postoji velika potražnja za dionicama, tada brokersko-dilerske kuće mogu zaračunavati veću proviziju. Posljednja manipulativna praksa je laddering čiji je cilj izazvati uzlazna kretanja cijena dionica.

⁵ Laddering – namještanje cijena

Detaljniji pogled na otvaranje preduzeća i prepreke za IPO proces s fokusom na Srbiju pružaju Malinić i Denčić-Mihajlov (2010). Otvaranje preduzeća u zemljama čija su tržišta u razvoju je znatno složenije i sa više prepreka, nego u zemljama koje imaju razvijeno tržište kapitala. Problem koji se javlja jeste da su sva dionička društva nakon procesa privatizacije tretirana kao otvorena preduzeća. Međutim, ovo nije značilo da su preduzeća spremna za IPO proces i za sve zahtjeve koje traži tržište kapitala. Srbija ima više od 1600 otvorenih preduzeća što je previše s obzirom na činjenicu da Italija ima oko 250 listiranih otvorenih preduzeća. Zbog malog broja emitovanih dionica na organizovanom tržištu, stvoreno je tržište izvan organizovanog tržišta. Menadžment ovih preduzeća je opstruirao emitovanje dionica na berzi, što je dovelo do koncentracije vlasništva određenog broja dioničara. Samim time, dionice takvih preduzeća su neatraktivna za male investitore. Implikacija na IPO proces je ta da je postupak otežan jer kompanije koje imaju status kao otvorene, nisu mogle zadovoljiti sve zahtjeve za IPO proces.

Finansiranje emisijom dionica u Srbiji je otežano mnogim problemima kao što je nerazvijenost Beogradske berze BELEX, te neusklađenost propisa. Pavlović i Muminović (2010) ističu dva osnovna motiva za izlazak na berzu. Prvi jeste prikupljanje svježeg kapitala jer je finansiranje putem kredita skupo. Drugi razlog jeste unovčavanje dionica i tada je riječ o sekundarnoj prodaji dionica. Najveći broj IPO-a se desio na tržištima u tranziciji. Međutim, tada IPO proces nije bio moguć zbog propisa. Problem je bio da se otvorena preduzeća ne mogu zatvoriti, a zatvorena preduzeća ne mogu otvoriti. Nerazvijenost BELEX-a se može biti primarni razlog skromnog finansiranja emisijom dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira. IPO se može i koristiti za privatizaciju ali time kompanija ne prikuplja svježi kapital.

Slično istraživanje za srpsko tržište kapitala i inicijalnu javnu ponudu je sproveo i Jovanović (2019) u svom radu "Initial public offering as a source of financing and its significance for the development of the Serbian capital market". Autor ističe da je tržište kapitala neučinkovito koje karakteriše mali obim transakcija te loša tržišna kapitalizacija. Iako srpsko finansijsko tržište ispunjava sve zahtjeve za funkcionisanje tržišta, ono nije dovoljno razvijeno. U posljednoj deceniji na BELEX-u se jedini vrijednosni papir kojim se moglo trgovati jesu obveznice devizne štednje Srbije. Strani investitori ne ulažu zbog malog broja različitih vrsta vrijednosnih papira, te nedovoljne likvidnosti tržišta. U mnogim ekonomijama se IPO koristila za privatizaciju državnih kompanija, a najbliži primjer je privatizacija hrvatske kompanije INE. Međutim, Srbija je jedna od rijetkih postsocijalističkih zemalja koja nije koristila IPO za privatizaciju. Kao glavni problem autor navodi nedostatak političke volje, kao i zakonske prepreke koje su se od 2012. godine izmijenile i samim time stekli uslovi za IPO. Također, ističe da IPO bi privukao ulagače i doprinijelo razvoju tržišta kapitala. Svakako da je pozitivan signal investitorima i činjenica da kompanija ispunjava stroge zahtjeve za IPO proces.

7. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE

7.1. Uvod i pregled literature

Kompanije imaju razne načine da prikupе potreban kapital, a koji će odabrati ovisi o dostupnosti izvora finansiranja, troškovima itd. U poglavlju broj tri su detaljnije objašnjeni izvori finansiranja. Jedan od načina za prikupljanje kapitala jeste izlazak na berzu, što predstavlja finansiranje iz vlastitih izvora. Međutim, evropsko tržište je i dalje u zaostatku po broju inicijalnih javnih ponuda u odnosu na SAD, Kinu, Indiju itd. Glavno istraživačko pitanje jeste “Zašto kompanije Zapadnog Balkana ne koriste prednosti finansiranja dionicama”, odnosno zašto se kompanije prije okreću tuđim izvorima finansiranja. Za potrebe istraživanja odabrane su Bosna i Hercegovina, Srbija, Hrvatska, Crna Gora, Albanija i Sjeverna Makedonija. Metodologija za ovaj magistarski rad je komparativna analiza korištenjem GAP analize. GAP analiza predstavlja analizu s ciljem utvrđivanja jaza između postojećeg i željenog stanja. U kontekstu inicijalne javne ponude, treba sagledati koje je trenutno stanje u zemljama Zapadnog Balkana, usporediti zakone sa zemljom koja ima dobru praksu te pronaći neko rješenje. Analizirati će se zakoni, procedure te zahtjevi za registraciju s ciljem utvrđivanja prepreka za inicijalnu javnu ponudu. S obzirom da je Hrvatska u Evropskoj Uniji, zakoni se razlikuju nego u ostalim zemljama i samim time možda postoji olakšica za IPO proces u vidu manjih troškova registracije, olakšane procedure itd.

Analize pokazuju da Hrvatska prednjači po broju inicijalnih javnih ponuda u poređenju sa zemljama Zapadnog Balkana. Međutim, s obzirom na činjenicu da se vrlo mali broj preduzeća odluči finansirati putem IPO ili SPO, pojedini autori hrvatsko tržište kapitala tretiraju kao sekundarno finansijsko tržište. Čak i neke od najznačajnijih inicijalnih javnih ponuda koje su se dogodile tokom 2006. i 2007. godine nisu bile s ciljem prikupljanja svježeg kapitala već kako bi država prodala svoje udjele. Rončević *et al.* (2021) ističu da preduzeća u Hrvatskoj se finansiraju uglavnom uzimajući kredite, a ne putem berze i tržišta kapitala.

Doprinos ovoj temi dali su autori Karanović i Karanović (2016) koji ispituju performanse inicijalnih javnih ponuda na tržištima u razvoju s fokusom na zemlje Balkana. U periodu od 1995. godine do 2015. godine je sprovedeno tek nekoliko inicijalnih ponuda na području balkanskih zemalja. Hrvatska prednjači prema broju inicijalnih javnih ponuda. Tržišta u razvoju karakteriše veća volatilitnost u poređenju s razvijenim tržištem. Rezultati pokazuju da je tržište jako fragmentirano i zbog toga ne može postići veće stope razvoja. Također, karakteristike preduzeća i finansijske varijable utiču na kratkoročne i dugoročne performanse IPO-a.

Simić (2011) navodi nekoliko razloga od kojih zavisi razvoj tržišta dionica, a to su: nivo ekonomske razvijenost države, stabilnost pravnog sistema države, razvijenost finansijskog sistema, institucija, stabilnost nacionalne valute, uloga države u ekonomiji...

Autorice Benić i Franić (2008) su izvršile komparativnu analizu likvidnosti na hrvatskom tržištu dionica s tržištima u regiji (Slovenija, Srbija, Mađarska, Bugarska, Poljska i Njemačka). Rezultati su pokazali da je hrvatsko tržište znatno likvidnije od sprskog i bugarskog.

Autori Musta i Meka (2023) ispituju u svom radu uticaj na tržište vrijednosnih papira i značaj prve javne ponude korporativnih obveznica. Dugi niz godina je Albansko tržište kapitala karakterizirala niska likvidnost, ograničena raznolikost proizvoda odnosno trgovanje samo državnim vrijednosnim papirima. Kao očekivana poboljšanja autori navode: diverzifikaciju finansijskih instrumenata, uvođenje novih sudionika, likvidnost tržišta itd. Izdavanje obveznica može privući nove investitore sa sklonošću ulaganjima s fiksnim prihodom. Međutim, navode da je potrebno da se osigura regulatorni okvir koji će biti podložan izdavanju obveznica.

Kao primjer dobre prakse se izdvaja Londonska berza – LSE, koja prednjači po broju inicijalnih javnih ponuda u Evropi. Tako je 2021. godine zabilježeno sto inicijalnih javnih ponuda na LSE berzi. Londonska berza – LSE u Velikoj Britaniji se smatra jednom od vodećih lokacija za kompanije koja razmatra IPO proces. 2023. godina je bila izazovna za tržište u Velikoj Britaniji gdje je bilo 23 inicijalne javne ponude i gdje je prikupljeno malo više od 950 miliona funti u usporedbi sa 2022. godinom gdje je prijavljeno 45 inicijalnih javnih ponuda i prikupljeno 1,6 milijardi funti, što predstavlja pad u iznosu od 40%. LSE berza ima dva tržišta na koja se mogu uvrstiti dionice. Dakle kroz dva tržišta ova berza podržava od start-up kompanija do svjetski velikih korporacija. Prvo tržište je AIM – Alternative Investment Market koji je namijenjen za male i srednje kompanije koje trebaju pristup za pribavljanje potrebnog kapitala. Također, bilo koje rastuće kompanije širom svijeta se mogu priključiti AIM tržištu. Drugo tržište je glavno tržište, koje se sastoji od četiri podsegmenta: premium, standard listing, HGS – High Growth Segment segment visokog rasta i SFS – Specialist Fund Segment specijalistički fond.

7.1.1. Bosna i Hercegovina u kontekstu going public i IPO

Bosna i Hercegovina, s obzirom na državno i političko uređenje, ima dvije berze i to: Sarajevska berza – SASE i Banjalučka berza – BLSE. *Sarajevska berza* je osnovana 2001. godine od strane osam brokerskih kuća, a trgovanje je započelo 2002. godine. Organi berze su:

1. Nadzorni odbor
2. Uprava
3. Berzanska komisija
4. Odbor za kotaciju
5. Berzanska arbitraža i
6. Odbor za reviziju

SASE ne utiče ni na jedan način na promet vrijednosnih papira, već samo reflektuje ponudu i potražnju. Sistem trgovanja na SASE je elektronski, a način trgovanja je aukcijsko i kontinuirano trgovanje koje se odvija u okviru BTS sistema gdje brokeri unose naloge za kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira. U Federaciji BiH zakon koji je važi za vrijednosne papire je: Zakon o tržištu vrijednosnih papira ("Službene novine FBiH", br. 85/2008, 109/2012, 86/2015 i 25/2017).

Banjalučka berza je također osnovana 2001. godine od strane osam banaka i jednog preduzeća koje trguje vrijednosnim papirima. 2002. godine je započelo trgovanje na berzi gdje se trgovalo sa 20 uvrštenih vrijednosnih papira. U Republici Srpskoj vrijedi Zakon o tržištu hartija od vrijednosti ("Službeni glasnik Republike Srpske" broj 92/06, 34/09, 30/12, 59/13, 108/13, 4/17, 63/21, 63/22"). *Prva inicijalna javna ponuda u BiH* je odražana upravo na Banjalučkoj berzi 2008. godine kada je Fratello trade a.d. ponudio investicijskoj javnosti svoje dionice. Ta inicijalna javna ponuda se smatra jednom od prekretnica na tržištu kapitala u BiH. Tada je ponuđeno investicijskoj javnosti 295.000 dionica, po cijeni koja se kretala od 4,00 do 5,20 KM u zavisnosti od interesovanja investitora za dionice. Fratello trade a.d. je kompanija koja se bavi pakovanjem i distribucijom zamrznutih proizvoda. Direktor kompanije je izjavio da su prije svoje poslovne aktivnosti finansirali iz bankarskih kredita, a da su se odlučili za IPO jer ne postoje kamate, te ne moraju vraćati posuđeni novac. Međutim, od 2008. godine nije održana više niti jedna inicijalna javna ponuda.

Zakon o tržištu vrijednosnih papira FBiH ("Službene novine FBiH", br. 85/2008, 109/2012, 86/2015 i 25/2017) uređuje između ostalog i emisiju vrijednosnih papira. Emisija vrijednosnih papira javnom ponudom definiše se kao emisija u kojoj se prodaja vrijednosnih papira vrši na osnovu javnog poziva upućenog neodređenom broju lica putem sredstava javnog informiranja. Prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira FBiH član 25 postupak emisije obuhvata:

- a. donošenje odluke o emisiji;
- b. zaključivanje ugovora između emitenta i banke koja obavlja poslove depozitara s ciljem otvaranja privremenog računa za deponiranje uplata na osnovu kupovine vrijednosnih papira (u daljnjem tekstu: banka depozitar);
- c. zaključivanje ugovora između emitenta i Registra, ako nije ranije zaključen;
- d. podnošenje zahtjeva Komisiji radi dobijanja odobrenja za emisiju;
- e. donošenje rješenja po zahtjevu emitenta;
- f. objavljivanje prospekta i javnog poziva za upis i uplatu vrijednosnih papira;
- g. upis i uplatu vrijednosnih papira;
- h. utvrđivanje i objavljivanje rezultata emisije;
- i. upis uspjele emisije u registar emitenata kod Komisije i upis vrijednosnih papira na račune kupaca kod Registra.

Prema članu 32 Zakona o tržištu vrijednosnih papira FBiH emitent je dužan pripremiti prospekt koji treba sadržavati dovoljno informacija da investitor može ocijeniti stanje imovine, obaveza, gubitka i dobitka, finansijsku poziciju i perspektive emitenta. Prospekt je

ključni dokument u procesu inicijalne javne ponude (IPO), jer omogućava transparentnost i informiranost tržišta, što je neophodno za zaštitu investitora i povjerenje u tržište vrijednosnih papira.

Član 33 definiše sadržaj prospekta:

Prospekt emisije javnom ponudom obavezno sadrži podatke o:

- a. emitentu;
- b. vrijednosnom papiru koji je predmet emisije (oznaka vrste, klase, broja vrijednosnih papira koji je predmet emisije i ukupnog broja i prava koja sadrže);
- c. cijeni ili načinu određivanja cijene vrijednosnog papira i opis načina rasporeda vrijednosnih papira, ako ih bude upisano više od količine koja se emituje;
- d. mjestu, načinu, roku i vremenu upisa i uplate;
- e. agentu i pokrovitelju, ako se emisija vrši uz posredovanje, te o garantu ako se emisija vrši uz garanciju;
- f. riziku ulaganja i uzrocima rizika;
- g. pravu preče kupnje, ovlaštenicima i obimu tog prava, ako je uključeno;
- h. ograničenju kupovine, obimu ograničenja i licima na koje se odnosi, ako je uključeno;
- i. djelatnosti i poslovanju emitenta;
- j. odgovornim licima emitenta;
- k. potpisanoj izjavi odgovornih lica emitenta;
- l. banci depozitaru emitenta i
- m. izjavi o investiranju.

Tržište SASE se sastoji od dva segmenta i to: kotacija i slobodno tržište. U toku IPO procesa dionice na SASE mogu biti uvrštene i u kotaciju i na slobodno tržište. Vrijednosni papiri jednog emitenta ne mogu biti uvršteni na oba segmenta. Prema članu 157 Zakona o tržištu vrijednosnih papira FBiH "U kotaciju berze mogu biti uvršteni neograničeno prenosivi vrijednosni papiri koji su plaćeni u cijelosti. Uvjeti kotacije propisuje berza u skladu sa zakonom."

Prema pravilima Sarajevske berze, član 35 uslovi za prijem dionica u kotaciju su sljedeći:

- Emitent je dioničko društvo koje je osnovano i posluje u skladu sa propisima Federacije BiH,
- Zbir osnovnog kapitala i fonda rezervi emitenta, uključujući dobit ili gubitak u zadnjoj poslovnoj godini, iznosi minimalno 4.000.000,00 KM,
- Finansijski izvještaji emitenta moraju biti objavljeni za period od minimalno 3 posljednje godine i svaki izvještaj mora biti revidiran,
- Minimalno 25% klase dionica koja je predmet zahtjeva za uvrštenja mora biti emitovano javnom ponudom, osim u slučaju da tržište zadovoljavajuće funkcionise i sa nižim postotkom, kada je potrebno odobrenje Komisije,

- Minimalna veličina klase dionice (knjigovodstvena vrijednost dionica ako vrijednosnih papiri nisu uvršteni u organizovano trgovanje, tržišna kapitalizacija u suprotnom slučaju) u iznosu od 2.000.000,00 KM,
- Minimalno 150 vlasnika.

Prema članu 72. uslovi za uvrštenje na Slobodno tržište su:

- Tim vrijednosnim papirima se može trgovati na berzanskom tržištu
- U cjelosti su uplaćeni
- Slobodno su prenosivi

Prema važećem cjenovniku SASE, provizija za primarnu emisiju putem berze iznosi 0,005% od vrijednosti posla i naplaćuje se i od kupca i od prodavca. Također, berza zaračunava i naknadu za organizovanje primarne emisije vrijednosnih putem Berze i ona iznosi 500,00 KM koju plaća prodavac. Naknada za uvrštenje dionica u berznu kotaciju iznosi 2.500,00 KM. Godišnja naknada za održavanje kotacije prve klase dionica iznosi 6.000,00 KM. Prema članu 16. provizija za primarnu emisiju vrijednosnih papira putem berze iznosi 0,005% i istovremeno se naplaćuje i od prodavca i od kupca. Naknada za organizovanje primarne emisije vrijednosnih papira putem Berze iznosi 500,00 KM i plaća je prodavac.

Banjalučka berza se sastoji od službenog berzanskog tržišta i slobodnog tržišta. Službeno berzansko tržište se sastoji od nekoliko segmenata a najznačajniji su: vodeće tržište dionica - Lista A (Prime Market), standardno tržište dionica - Lista B (Standard Market), početno tržište dionica - Lista C (Entry Market). Lista A ima najstrožije zahtjeve, ali i nudi najveće mogućnosti emitentima u pogledu prikupljanja kapitala, povjerenja investitora itd.

Prema pravilima Banjalučke berze, član 11., uslovi za uvrštenje na A listu (uvrštenje dionica na vodeće tržište) su:

- tri godine poslovanja,
- knjigovodstvena vrijednost dionica, odnosno tržišna kapitalizacija ako su dionice već uvrštene na organizovano tržište, iznosi najmanje 40.000.000 KM za redovne dionice, odnosno 5.000.000 KM za prioritetne dionice,
- udio dionica u vlasništvu javnosti iznosi najmanje 15% ili 10.000.000 KM,
- najmanje 300 dioničara.

Član 13. definiše uslove za uvrštenje na B listu (Standard Market):

- dvije godine poslovanja,
- izvještaj o reviziji godišnjih finansijskih izvještaja sastavljen u skladu sa zakonom – sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom
- knjigovodstvena vrijednost dionica, odnosno tržišna kapitalizacija ako su dionice već uvrštene na organizovano tržište, iznosi najmanje 10.000.000 KM za redovne dionice, odnosno 1.000.000 KM za prioritetne dionice,
- udio dionica u vlasništvu javnosti iznosi najmanje 10% ili 1.000.000 KM,

- najmanje 200 dioničara,
- da je emitent usvojio svoj pisani kodeks ponašanja ili prihvatio standarde korporativnog upravljanja koje donosi Komisija.

Član 14. definiše uslove uvrštenja na C listu. Tu se uvrštavaju dionice koje ne ispunjavaju uslove da budu uvrštene na A ili B listu. Uslovi su:

- dvije godine poslovanja,
- izvještaj o reviziji godišnjih finansijskih izvještaja sastavljen u skladu sa zakonom – sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom,
- knjigovodstvena vrijednost dionica, odnosno tržišna kapitalizacija ako su dionice već uvrštene na organizovano tržište, iznosi najmanje 1.000.000 KM,
- udio dionica u vlasništvu javnosti iznosi najmanje 10% ili 500.000 KM,
- najmanje 10 dioničara,
- da je emitent usvojio svoj pisani kodeks ponašanja ili prihvatio standarde korporativnog upravljanja koje donosi Komisija.

Banjalučka berza ima tri podsegmenta službenog tržišta dionica i to list A, B i C. Svakako da je za kompaniju najbolje da su njene dionice listirane na A listi, međutim zahtjevi su strožiji. Prema važećem cjenovniku Banjalučke berze naknada za uvrštavanje vrijednosnih papira na službeno berzansko tržište iznosi 3.000 KM za dionice, dok naknada za uvrštenje na slobodno tržište iznosi 300 KM. Prema cjenovniku Komisije za vrijednosne papire Republike Srpske naknada za odobrenje jedinstvenog prospekta iznosi 0,15% vrijednosti emisije, ali ne manje od 1.000,00 KM.

7.1.2. Srbija u kontekstu IPO

Srbija ima jednu berzu i to Beogradsku berzu – BELEX koja je prvobitno osnovana 1894. Beogradska berza je prestala sa radom 1941. a reosnovana je 1989. godine. Prekretnica je bila donošenje Zakona o javnim berzama 1886. godine. U martu 2018. godine je započet projekat IPO Go! s ciljem pružanja informacija o inicijalnoj javnoj ponudi svim potencijalnim emitentima, a te iste godine je u novembru održana i prva inicijalna javna ponuda. Fintel energija je vodeća kompanija na Balkanu koja proizvodi električnu energiju iz vjetra. Tokom inicijalne javne ponude je prikupila 6,3 miliona eura za nova investiranja u vjetroparkove. 5,70% dionica pripada investitorima, dok preostali procenat 94,3% pripada Fintel energiji. Svoje dionice je listirala na Prime listingu, najkvalitetnijem segmentu regulisanog tržišta.

Prema Pravilniku o prospektu (“Službeni glasnik RS”, broj 77 od 08.06.2022. godine, prilog br. 1, minimalni sadržaj informacija u dokumentu o registraciji za dionice:

- Odgovornost za informacije - Kome su se obratili i ko je odgovoran za tačnost i kompletnost informacija.
- Finansijski izvještaji i revizije - Detalji o revizorima i finansijskim izvještajima.

- Faktori rizika - Sve potencijalne rizike koji mogu uticati na investitore.
- Podaci o izdavaocu - Osnovne informacije o preduzeću koje nudi dionice.
- Pregled poslovanja - Opis poslovnih aktivnosti i značajnih događaja.
- Organizaciona struktura - Informacije o strukturi preduzeća i njegovim zavisnim društvima.
- Poslovni i finansijski pregled - Pregled finansijskog stanja i rezultata poslovanja.
- Izvori sredstava - Informacije o izvorima sredstava i novčanom toku.
- Regulatorno okruženje - Kako regulacije utiču na poslovanje preduzeća.
- Trendovi - Trendovi u industriji i poslovanju preduzeća.
- Predviđanja - Finansijska predviđanja i procjene.
- Upravljanje društvom - Informacije o članovima uprave i njihovim ulogama.
- Naknade i pogodnosti - Detalji o naknadama i pogodnostima za članove uprave.
- Praksa uprave - Ugovori i sporazumi o upravljanju.
- Zaposleni - Informacije o broju i strukturi zaposlenih.
- Većinski dioničari - Ko su dioničari sa značajnim udjelom u preduzeću.

Kompanije imaju mogućost da se uključe na listing Beogradske berze na Prime, Standard ili Smart listing. Koji listing će odabrat zavisi od stepena razvoja, potrebe za kapitalom i od veličine kompanije.

Uslovi za uvrštenje na Prime listing:

- da kompanija posluje najmanje tri godine
- da je ostvaren pozitivan poslovni rezultat
- da je mišljenje ovlaštenog revizora pozitivno
- minimalni iznos kapitala 3 miliona eura
- da je internet stranica izdavaoca izrađena i na srpskom i na engleskom jeziku
- izvještaj o reviziji godišnjeg finansijskog izvještaja sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom
- da se u javnosti u slobodnom prometu – tzv. „free float“ (najmanje 25% dionica) nalaze, alternativno:
 - dionice minimalnog iznosa kapitala 1 milion EUR koje su u vlasništvu najmanje 250 dioničara
 - dionice u vlasništvu najmanje 500 dioničara
- Da su isplaćene dividende po prioritnim dionicama, ako su izdate – na način utvrđen odlukom o njihovom izdavanju
- Minimalni nivo tržišne likvidnosti dionica:
 - Prosječna dnevna vrijednost prometa min. 500.000 RSD
 - Prosječan dnevni broj transakcija – min. 5 (pet)
 - Potpisan ugovor o „Market mejingung“ –
 - Više od 1.000 dioničara
 - dionice minimalne vrijednosti 2 miliona EUR u slobodnom prometu („free float“)

Uslovi za uvrštenje na Standard listing:

- namjanje 3 godine poslovanja (ili manje pod uslovima propisanom Zakonom o Tržištu kapitala)
- mišljenje ovlaštenog revizora pozitivno ili mišljenje sa rezervom
- minimalni iznos kapitala 2 miliona eura
- internet stranica izdavaoca – izrađena na srpskom i engleskom jeziku
- izvještaj o reviziji godišnjeg finansijskog izvještaja sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom
- da se u javnosti u slobodnom prometu – tzv. „free float“ (najmanje 25% dionica) nalaze, alternativno:
 - dionice minimalnog iznosa kapitala 1 milion EUR koje su u vlasništvu najmanje 150 dioničara
 - dionice u vlasništvu najmanje 300 dioničara
- da su isplaćene dividende po prioritetnim dionicama, ako su izdate – na način utvrđen odlukom o njihovom izdavanju

Uslov za uvrštavanje na Smart listingu:

- tri godine poslovanja ili manje
- mišljenje ovlaštenog revizora pozitivno ili mišljenje sa rezervom
- minimalni iznos kapitala 1 milion eura
- Da se u javnosti u slobodnom prometu nalazi 25% od ukupno izdatih dionica
- dionice minimalnog iznosa kapitala u visini 150.000 EUR

Uslovi za uvrštenje na Open market (slobodno tržište) su:

- da nad izdavaocem nije otvoren postupak stečaja ili likvidacije;
- za dionice i depozitne potvrde na dionice alternativno najmanje:
 - 300.000 EUR- iznos trajnog kapitala, odnosno knjigovodstvena vrijednost kapitala prema finansijskim izvještajima iz posljednjeg obračunskog perioda koji prethodi danu podnošenja Berzi zahtjeva za uključenje vrijednosnih papira, ili iznos tržišne kapitalizacije dionica kojima se trguje na drugom segmentu regulisanog tržišta, odnosno MTP, ili
 - 15% dionica distribuirano u javnosti (free float);

Prema pravilniku o tarifi („Službeni glasnik RS”, broj 31/2011) naknada za odobrenje jedinstvenog prospekta vlasničkih vrijednosnih papira i prospekta za EU rast iznosi 9.000.000,00 RSD, što je prema važećem kursu 150.482,33 BAM. Odobrenje dodatka prospekta iznosi 147.500,00 RSD odnosno 2.465,24 BAM. Prema pravilniku o tarifi Beogradske berze a.d. uključenje dionica na Prime listing iznosi 0,03% od emisije (ne manje od 265.000,00 RSD = 4.426,43 BAM i ne više od 1.200.000,00 RSD = 20.044,20 BAM. Naknada za uvrštenje na Standard listing iznosi 0,03% od emisije (ne manje od 175.000,00 RSD = 2.922,59 BAM i ne više od 8.851,28 BAM). Uvrštenje na Smart listing iznosi

145.000,00 RSD = 2.422,02 BAM. Uvrštenje na Open market iznosi 140.000 RSD = 2.341,74 BAM.

7.1.3. Hrvatska u konektsku IPO

Zagrebačka berza neformalno postoji još od 15.06.1907. godine koju su osnovali predstavnici banaka, trgovci, agenti itd. Godine 1945. Zagrebačka berza – ZSE je zatvorena, a 31.05.1991. godine je jugoslavenska Komisija za vrijednosne papire odobrila početak rada Zagrebačke berze. Od 2015. godine bile su dvije inicijalne javne ponude i to je dionice ponudio SPAN d.d. i CIAK Grupa d.d. Međutim, više je bilo sekundarnih javnih ponuda. Vrijednosni papiri na ZSE se mogu uvrstiti na: redovito, slobodno i vodeće tržište.

Prema Zakonu o tržištu kapitala (NN, br. 65/18) prospekt mora sadržavati sve informacije koje su, uvažavajući narav izdavatelja i vrijednosnih papira koji se nude javnosti odnosno za koje se zahtijeva uvrštenje na uređeno tržište, potrebne ulagatelju za informiranu procjenu:

1. imovine i obaveza, finansijskog položaja, dobiti i gubitka, očekivanja i razvojnih mogućnosti izdavatelja i jamca i
2. prava koja proizlaze iz vrijednosnih papira.

(2) Informacije sadržane u prospektu moraju biti tačne i potpune, a prospekt dosljedan.

(3) Prospekt mora biti pregledan i razumljiv, a informacije u prospektu moraju biti prikazane tako da ih se razumije i da ih se može jednostavno analizirati.

(4) Prospekt mora sadržavati informacije o izdavatelju, informacije o vrijednosnim papirima koji se nude javnosti odnosno za koje se zahtijeva uvrštenje na uređeno tržište te sažetak prospekta.

S obzirom na to da je moguće pronaći prospekt u vezi s javnom ponudom dionica kompanije SPAN d.d. sadržaj koji su morali imati u prospektu svom obuhvata:

1. uvod
2. sažetak, uključujući informacije ko je izdavatelj vrijednosnih papira, gdje će se trgovati vrijednosnim papirima, koja su obilježja vrijednosnih papira
3. faktori rizika
4. odgovorne osobe, informacije o trećim stranama
5. obavijest o izdavatelju (registracijski dokument) i
6. obavijest o vrijednosnom papiru

Uslovi za uvrštenje na redovito tržište prema članu 89., Pravila berze:

- Opći uvjeti (čl. 89. Pravila berze)
- Javnosti mora biti distribuirano najmanje 15% dionica.

Uslovi za uvrštenje na slobodno tržište:

- Opći uvjeti (čl. 89. Pravila berze)
- Javnosti mora biti distribuirano najmanje 25% dionica, navedeni postotak dionica mora biti distribuiran na najmanje 30 dioničara.
- Iznimno, dionice mogu biti uvrštene i ako ne udovoljavaju uvjetu distribucije javnosti ako je najmanje 10% dionica distribuirano na najmanje 50 dioničara (čl. 95. Pravila berze)
- Tržišna kapitalizacija najmanje 1.000.000,00 EUR (čl. 328. st. 2 ZTK)
- Izdavatelj mora imati uspostavljenu funkciju odnosa s investitorima s određenom najmanje jednom osobom koja raspolaže potrebnim znanjima i vještinama u području poslova odnosa s investitorima (čl. 96. Pravila berze)

Uslovi za uvrštenje na vodeće tržište:

- Opći uvjeti (čl. 89. Pravila berze)
- Izdavatelj mora imati uspostavljenu funkciju odnosa s investitorima s određenom najmanje jednom osobom koja raspolaže potrebnim znanjima i vještinama u području poslova odnosa s investitorima (čl. 96. Pravila berze)
- Javnosti mora biti distribuirano najmanje 35% dionica (čl. 100. Pravila berze)
- Izdavatelj mora imati najmanje 1000 dioničara (čl. 100. Pravila berze)
- Tržišna kapitalizacija najmanje 65.000.000,00 EUR (čl. 101. Pravila berze)
- Sklopljen ugovor s najmanje jednim održavateljem tržišta (čl. 102. Pravila berze)
- Nadzorni odbor izdavatelja mora imati najmanje jednog neovisnog člana (čl. 103. Pravila berze)
- Revizijski odbor mora imati najmanje jednog neovisnog člana (čl. 104. Pravila berze)
- Revizorsko izvješće izdavatelja ne smije sadržavati modifikacije revizorova mišljenja (čl. 105. Pravila berze)
- Ukupne naknade koje su ovlaštene revizor ili revizorsko društvo primili od izdavatelja ne prelaze prag određen u članku 4. stavak 3. Uredbe (EU) br. 537/2014 (čl. 105. Pravila berze)
- Izdavatelj dionica ne smije imati izrečenu mjeru zaštite tržišta u razdoblju od 1 (jedne) godine prije dana podnošenja zahtjeva za uvrštenje na Vodeće tržište (čl. 106. Pravila berze)
- Izdavatelj je dužan usvojiti i objaviti politiku dividende

Prema važećem cjenovniku Zagrebačke berze, naknada za uvrštenje dionica na vodeće tržište iznosi 0,08% (minimalno 11.700,00 EUR = 22.920,36 BAM, maksimalno 23.400,00 EUR = 45.840,71 BAM). Naknada za uvrštenje dionica na službeno tržište iznosi 0,03% (minimalno 11.000,00 EUR = 21.549,05 BAM, maksimalno 22.000,00 EUR = 43.098,10 BAM). Naknada za uvrštenje na redovito tržište iznosi 5.100,00 EUR = 2.603,36 BAM. Prema Pravilniku o vrsti i visini naknada HANFA, naknada za odobrenje jedinstvenog

prospekta izdanja, ponude i uvrštenja vrijednosnih papira iznosi 30.000,00 kn⁶ = 7,772.27 BAM.

OpenAI (2023) Članstvo Hrvatske u EU rezultiralo je prilagodbom domaćih zakona i regulativa kako bi se uskladili s europskim standardima, što je olakšalo proces IPO-a. Zakoni koji su se promijenili su:

1. Zakon o tržištu kapitala (NN 65/18, 17/20):
 - Implementacija MiFID II (Direktiva 2014/65/EU) i MiFIR (Uredba (EU) br. 600/2014).
2. Zakon o preuzimanju dioničkih društava (NN 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13, 93/14, 104/16, 114/18):
 - Usklađen s Direktivom 2004/25/EC
3. Prospektna regulativa:
 - Implementacija Prospektne direktive (Direktiva 2003/71/EC) i Prospektne uredbe (Uredba (EU) 2017/1129).

Ove regulative uključuju standardizaciju formata i sadržaja prospekta, pasaportizaciju prospekata, te povećanu transparentnost i zaštitu investitora.

Ulaskom Hrvatske u EU, prospektna regulativa uključuje:

1. Pasaportizacija: Jednom odobreni prospekt vrijedi u cijeloj EU.
2. Standardizacija: Sadržaj prospekta mora biti u skladu s EU Prospektnom direktivom (2003/71/EC) i Uredbom (EU) 2017/1129.
3. Transparentnost: Povećana razina informacija o finansijskom stanju, poslovnom modelu, rizicima i upotrebi prikupljenih sredstava.

To olakšava prekogranične ponude i osigurava bolje informirane investitore.

7.1.4. Crna Gora u kontekstu IPO

Montenegro berza – MNSE je osnovana u Podgorici 1993. godine na osnovu Zakona o tržištu kapitala i tržištu novca. Na Montenegro berzi se koristi elektronski sistem trgovanja. Od 1994. godine do 2004. godine se uglavnom trgovalo kratkoročnim vrijednosnim papirima. Usvajanjem Zakona o vrijednosnim papirima započelo je trgovanje dugoročnim i vlasničkim vrijednosnim papirima. Regulisano tržište čine dva segmenta:

1. berzansko tržište (podsegmenti: prime i standard tržište) i
2. slobodno tržište

⁶ Dokument nije ažuriran poslije ulaska Hrvatske u eurozonu.

Zakonu o tržištu kapitala ("Službeni list Crne Gore", br. 001/18 od 04.01.2018) član 51. definiše sadržaj prospekta. Ističe da se sadržaj prospekta razlikuje od vrste emitenta i vrijednosnog papira. vrijednosnog papira. Sadržaj prospekta obuhvata:

1. Odgovorna lica
2. Faktori rizika
3. Bitne informacije (izjava o obrtnom kapitalu itd.)
4. Informacije o vrijednosnom papiru koji je predmet ponude/uključenja u trgovinu
5. Opšti uslovi ponude (Cijena, plasman i pokroviteljstvo)
6. Uključenje u trgovanje i postupci trgovanja
7. Vlasnici vrijednosnih papira koji nude vrijednosne papire na prodaju (ime i adresa poslovnog subjekta, broj i klasa vrijednosnih papira)
8. Trošak emisije/ponude
9. Razvodnjavanje (promjene procenta učešća vlasnika dionica nakon ponude)
10. Dodatne informacije

Prema Pravilima Montenegro berza a.d. član 78, opšti uslovi za uključenje finansijskih instrumenata na berzansko tržište su:

1. Registrovan kao dioničarsko društvo osnovano ili posluje u Crnoj Gori ili državi članici.
2. Dostavio finansijske i revizorske izvještaje za posljednje tri godine (ili za kraći period ako postoji manje od tri godine).
3. Najmanje 25% klase vrijednosnih papira za koje se traži uključivanje u kotaciju emitovano putem javne ponude.
4. Ne kasni u isplati dividendi dioničarima ili isplati glavnice i kamate na izdate druge finansijske instrumente.
5. Nema ograničenja u prometu finansijskih instrumenata ili prava vlasnika finansijskih instrumenata.
6. Prihvatio da primjenjuje Kodeks korporativnog upravljanja u Crnoj Gori i popunio Upitnik Berze o kodeksu korporativnog upravljanja.
7. Jednom godišnje urađena ocjena primjene Kodeksa Berze i ona je javno dostupna na internet stranici Berze.
8. Nema uslovno ili negativno mišljenje revizora ili suzdržanost revizora da da mišljenje na izvještaje emitenta koji se obavezno revidiraju.
9. Uspostavljena funkcija odnosa s investitorima sa najmanje jednom osobom koja raspolaze potrebnim znanjima i vještinama u oblasti poslova odnosa s investitorima.

Član 78a. definiše uslove za uvrštenje na Prime prestige tržište:

1. Free float mora biti najmanje 25% dionica
2. Emitent mora imati najmanje 150 dioničara,
3. da tržišna kapitalizacija prelazi 10.000.000,00 EUR,
4. da ima Odbor direktora odnosno nadzorni odbor, od kojih je jedan član nezavisan,

5. da ima Odbor za reviziju, od kojih je jedan član nezavisan
6. da po ocjeni ovlaštenog revizora, finansijski izvještaji u posljednje tri (3) godine prikazuju realno i objektivno stanje,
7. da je u najmanje dvije (2) od posljednje tri (3) godine poslovao sa dobitkom,
8. da je jednoj u posljednje 3 godine vršena ispata dividende,
9. ne smije imati izrečenu mjeru za kršenje Pravila Berze u razdoblju od 1 (jedne) godine prije posljednje revizije uslova,
10. da emitent ima uspostavljenu funkciju odnosa s investitorima sa određenom najmanje jednom osobom koja raspoložuje potrebnim znanjima i vještinama u području poslova odnosa s investitorima.

Član 78b definiše uslove za uključenje na Prime classic tržište:

1. Free float: Najmanje 25% dionica mora biti slobodno dostupno za trgovanje, ili
2. Struktura dioničara: Emitent može imati jednog ili više dioničara.
3. Tržišna kapitalizacija: Prelazi 5.000.000,00 EUR.
4. Upravljanje:
 - o Ima Odbor direktora ili nadzorni odbor, od kojih je najmanje jedan član nezavisan.
 - o Ima Odbor za reviziju, od kojih je najmanje jedan član nezavisan.
5. Finansijski izvještaji: Prema ocjeni ovlaštenog revizora, finansijski izvještaji za posljednje tri godine prikazuju realno i objektivno stanje.
6. Poslovanje sa dobitkom: U najmanje dvije od posljednje tri godine poslovao sa dobitkom.
7. Isplata dividende: U najmanje jednoj od posljednje tri godine izvršena isplata dividende.
8. Poštovanje pravila Berze: Nema izrečenu mjeru za kršenje Pravila Berze u periodu od jedne godine prije posljednje revizije uslova.

Prema članu 78c, emitent mora ispunjavati sljedeće posebne uslove za uključenje na Standard tržište:

1. Free float: Najmanje 25% dionica mora biti slobodno dostupno za trgovanje, a taj procenat dionica mora biti disperzovan na najmanje 10 dioničara.
2. Finansijski izvještaji: Prema ocjeni ovlaštenog revizora, finansijski izvještaji za posljednje tri godine prikazuju realno i objektivno stanje ili mišljenje sa rezervom.
3. Poslovanje sa dobitkom: Emitent mora poslovati sa dobitkom, odnosno, od posljednjih pet godina, najmanje dvije godine poslovao je sa dobitkom od najmanje 500.000,00 EUR.
4. Tržišna kapitalizacija: Prelazi 500.000,00 EUR.
5. Odbor za reviziju: Ima Odbor za reviziju, od kojih je jedan član nezavisan.
6. Poštovanje pravila Berze: Ne smije imati izrečenu mjeru za kršenje Pravila Berze u razdoblju od jedne godine prije posljednje revizije uslova za Standard tržište.

Prema članu 78d, emitent mora ispunjavati sljedeće posebne uslove za uključenje na Slobodno tržište:

1. Godišnji upitnik: Dostavljanje Godišnjeg upitnika uz Kodeks korporativnog upravljanja.
2. Internet stranica: Emitent mora imati internet stranicu na crnogorskom jeziku.
3. Finansijske obaveze: Redovno izmirivanje finansijskih obaveza prema Berzi.
4. Blokada računa: Račun emitenta nije u blokadi duže od 60 dana.
5. Free float: Najmanje 10% dionica mora biti slobodno dostupno za trgovanje. Izuzetno, dionice mogu biti uključene i ako ne zadovoljavaju ovaj uslov, ukoliko tržište može uredno funkcionisati s obzirom na velik broj dionica istog roda i procenat free floata.

Prema cjenovniku Montenegro berze, jednokratna naknada za prijem i uključivanje vrijednosnih papira na berzansko tržište kod primarne i sekundarne emisije iznosi 1.500,00 EUR = 2.934,01 BAM, a naknada za uključivanje na regulisano tržište – slobodno iznosi 1.000,00 EUR = 1.956,01 BAM. Prema Pravilniku o naknadama za rad komisije za tržište kapitala – cjenovnik naknada za odobrenje prospekta za javnu ponudu emisija vlasničkih vrijednosnih papira iznosi 0,30 % od obima emisije.

7.1.5 Albanija u kontekstu IPO

Albanija ima znatno složeniju situaciju kada je riječ o berzi nego prethodno navedene države. Dugi niz godina postojala je berza u Tirani – TSE. U početku je osnovana kao dio Banke Albanije 1996. godine. Berza se odvojila 2002. godine s ciljem da posluje kao dioničko društvo u državnom vlasništvu, te je dobila dozvolu za rad 2003. godine od Albanske komisije za vrijednosne papire. Međutim, ova berza nikada nije dobila povjerenje i nije postala pouzdan partner za poslovanje već je ostala samo pravni okvir. Samim time, ona je ugašena 2015. godine. 2014. godine osnovana je Albanska berza vrijednosnih papira – ALSE kao elektronska platforma, gdje bi sve kompanije mogle prikupiti dodatni kapital. 2017. godine je dobila dozvolu za rad. Trenutačno vrijednosni papiri koji su uvršteni na ALSE su trezorski zapisi koje je izdala Vlada Republike Albanije i trezorske obveznice koje je izdala također Vlada Republike Albanije. Međutim, i dalje je berza nerazvijena i značajno zaostaje za berzama u regionu. Na berzi ALSE nije zabilježena inicijalna javna ponuda dionica.

Na ALSE nije moguće pronaći zvanični dokument koji uređuje poslovanje berze. Također, formalni cjenovnik u vidu dokumenta ne postoji već je navedena naknada za prospekt i ona iznosi 14.000,00 LEK = 273.58 BAM. Naknada za početnu cijenu kotacije iznosi 280.000,00 LEK = 5.471,55 BAM. Trenutno na ALSE ne postoji aktivna trgovina. ALSE nije razvila aktivno tržište uprkos naporima da pridobije povjerenje emitenata i investitora. S obzirom na nepostojanje informacija na zvaničnoj ALSE stranici, detaljnije istraživanje nije moguće sprovesti.

7.1.6. Makedonija u kontekstu IPO

Makedonska berza - MSE je osnovana 1995. godine, a prvu trgovinu je zabilježila već 1996. godine. Iste te godine je postala član Federacije euro-azijskih berzi. 2001. godine je započelo elektronsko trgovanje na berzi. Na Makedonskoj berzi postoje dva glavna tržišta i to: službeno i redovno tržište. Službeno tržište se sastoji od četiri glavna segmenta:

- super kotacije (super listing segmenta)
- berzovne kotacije
- obavezne kotacije i
- kotacije malih dioničarskih društava

Prospekt kompanije koja teži da bude uvrštena na Zvanično tržište mora sadržavati sljedeće informacije kao minimum:

1. Naslovna strana: Treba da uključuje naslov "prospekt", logo kompanije, naziv i adresu kompanije, podatke o listanju dionica i datumu kotacije, kao i sponzora listanja.
2. Izjava Upravnog odbora: Upravni odbor izdavaoca mora potvrditi tačnost informacija navedenih u prospektu.
3. Podaci o kompaniji: Ovi podaci treba da obuhvate naziv i registrovano sjedište, sudsku registraciju, kao i kratak historijat kompanije od njenog osnivanja do dana podnošenja zahtjeva.
4. Opis glavne djelatnosti i organizacije rada: Kratak opis aktivnosti kompanije i njene organizacije.
5. Opis zaposlenih i kvalifikacione strukture: Informacije o zaposlenima i šema kvalifikacija unutar kompanije.
6. Broj dionica i prava na dionice: Detalji o broju dionica po vrstama i pravima proizašlim iz Statuta kompanije.
7. Struktura dioničara: Uključuje broj značajnih dioničara koji posjeduju više od 10% i njihov udio u ukupnom broju dionica, kao i procenat dionica u vlasništvu Upravnog odbora.
8. Razvojne perspektive: Kratak opis perspektiva u poslovanju, uključujući proizvodnju, prodaju, inventare, troškove, prodajne cijene i osvajanje novih tržišta.
9. Trgovina dionicama: Pregled trgovine dionica kompanije, uz grafikon kretanja cijene dionica
10. Politika dividendi: Opis politike dividendi, uključujući grafikon dividendi isplaćenih po dionica za posljednje tri godine.
11. Finansijski izvještaji: Revidirani finansijski izvještaji za posljednje tri godine, uključujući bilans uspjeha, bilans stanja, izvještaj o novčanom toku i izvještaj o kapitalu i promjenama u kapitalu, sa mišljenjem revizora. Ako izdavalac posjeduje većinske udjele u drugim kompanijama, mora priložiti konsolidovane godišnje finansijske izvještaje i izvještaj o upravljanju i radu grupe kompanija.

Prospekt mora biti objavljen na makedonskom jeziku, ali može biti dostupan i na drugim jezicima.

Prema Pravilniku Makedonske berze uslovi za uvrštenje na super kotaciju su:

1. pripremiti revidirane finansijske izvještaje za posljednje tri godine, od kojih je za prethodnu godinu dato bezuvjetno mišljenje;
2. biti profitabilan u prethodne tri godine;
3. imati temeljni kapital od najmanje 10.000.000 EUR;
4. imati omjer slobodnog prometa od najmanje 20%;
5. imati najmanje 200 dioničara; i
6. voditi web stranicu na makedonskom i engleskom jeziku.

Za uvrštenje na posegmet berzovne kotacije, emitent mora ispuniti sljedeće uslove:

1. pripremiti revidirane finansijske izvještaje za posljednje dvije godine;
2. imati osnovni kapital od najmanje 5.000.000 EUR ;
3. imati slobodan protok dionica od najmanje 10%;
4. imati najmanje 100 dioničara; i
5. imati web stranicu

Uslovi za uvrštenje na podsegment obavezne kotacije su:

1. pripremiti revidirane finansijske izvještaje za posljednje dvije godine;
2. imati osnovni kapital od najmanje 1.000.000 EUR ;
3. imati slobodan protok dionica od najmanje 1%;
4. imati najmanje 50 dioničara.

Za uvrštenje na podsegment kotacije malih dioničarskih preduzeća, emitent mora ispuniti sljedeće uslove:

1. da ima osnovni kapital od najmanje 250.000 EUR
2. da sastavi revidirano finansijsko izvješće za prethodnu godinu

Prema cjenovniku Makedonske berze naknada za realizaciju prve javne ponude vrijednosnih papira izdavalac plaća 0,1% od ukupne vrijednosti upisanih vrijednosnih papira, ali ne manje od 61.000 MKD = 1.939,41 BAM. Jednokratna naknada za uvrštenje dionica na berzu iznosi 61.000 MKD = 1.939,41 BAM.

7.2. GAP analiza

Nakon prikupljenih podataka, potrebno je napraviti tabelarni prikaz ključnih razlika između svih navednih berzi s ciljem utvrđivanja zakonskih prepreka i nedostataka za IPO proces. Podaci o tržišnoj kapitalizaciji za svaku berzu su prikupljeni na dan 22.08.2024. po završetku radnog dana.

Tabela 1: GAP analiza

Kriterijum:	Željeno stanje: ZSE	SASE	BLSE	BELEX	MNSE	ALSE	MSE
Postojanje aktivne berze	Da	Da	Da	Da	Da	Ne	Da
Dovoljno tržišnih segmenata i podsegmenata	Tri segmenta	Dva segmenta	Dva segmenta, tri podsegmenata	Dva segmenta, tri podsegmenta	Dva segmenta, i dva posegmenta	N/A	Četri segmenta
Jasno definisan prospekt	Da	Da	Da	Da	Da	N/A	Da
Relativno brz IPO proces	N/A	N/A	N/A	6-9 mjeseci	N/A	N/A	N/A
Uslovi za uvrštenje na najzahtjevniji segment: broj dioničara	min. 1000 dioničara	min. 150 vlasnika	min. 300 dioničara	min. 250 ili 500 dioničara	min. 150 dioničara	N/A	min. 200 dioničara
free float:	25%	25% dionica	15%	25%	25%	N/A	20%
naknada za uvrštenje	min. 22.920,36 KM, max 45.840,71 KM	6000 KM	3000KM	min. 4.426,43KM max 20.044,20KM	2.934,01 KM	N/A	1.939,41 KM
niski troškovi odobrenja prospekta	7.772,27 BAM.	N/A	0,15% od vrijednosti emisije, ali ne manje od 1000KM	150.482,33KM ⁷	0,30 % od obima emisije	N/A	N/A
visoka tržišna kapitalizacija	91,389 milijardi KM	7,16 milijardi KM.	5,147 milijardi KM	7,73 milijardi KM	6,88 milijardi KM	N/A	6,93 milijardi KM
Postojanje podrške kompanijama za izlazak na berz	Ne	Ne	Ne	Da	Ne	N/A	Ne

Izvor: Autorica završnog rada

GAP analiza treba prikazati ključne razlike između berzi i samog IPO procesa u zemljama Zapadnog Balkana. Zagrebačka berza ZSE je odabrana kao referentno tržište zbog najvećeg broja IPO i SPO ponuda na berzi u odnosu na ostale berze Zapadnog Balkana kao i zbog činjenice da je Hrvatska jedina zemlja Zapadnog Balkana koja je u Evropskoj uniji. Tržišna kapitalizacija kao i broj inicijalnih javnih ponuda potvrđuju da je ZSE najprivlačnija berza u našem regionu. Ostale berze imaju manju tržišnu kapitalizaciju, što može uticati na kompanije da nisu motivisane za IPO proces.

⁷ Za iznose nominalne vrijednosti izdanja vrijednosnih papira do 3.000.000.000,00 RSD = 50.017.023,03 BAM, naknada iz ovog tarifnog broja se umanjuje na 0,30% od nominalne vrijednosti izdanja vrijednosnih papira, ali ne može biti manja od 420.000,00 RSD = 7.000,00 BAM

Sarajevska berza SASE nije zabilježila niti jednu emisiju dionica. Upoređujući je sa ZSE, SASE ima znatno nižu tržišnu kapitalizaciju. Također, ne postoje informacije o troškovima odobrenja prospekta, te zahtjevi za broj dioničara su mnogo niži u odnosu na ZSE. Zahtjev za minimalnim brojem dioničara u slučaju SASE može biti dobar signal, jer manje kompanije mogu prije ispuniti taj zahtjev. Međutim investitori, kompanije sa većim brojem dioničara, vide kao pouzdanije jer to znači da je manja koncentracija vlasništva. Također, SASE ima fiksni iznos naknade za uvrštenje, što nije slučaj na ZSE. Preporučuje se promjena fiksnog iznosa naknade kako bi se osigurala veća fleksibilnost kao što je slučaj na ZSE. Ostali kriteriji su približno isti.

BLSE je zabilježila jednu inicijalnu javnu ponudu. U usporedbi sa ZSE, glavna razlika je u free float. Za investitore visok free float može biti privlačan jer to znači da je više dionica na raspolaganju za trgovanje, što povećava likvidnost. Preporuka za prevazilaženje ove razlike jeste u povećanju procenta free float-a. Također, tržišna kapitalizacija BLSE je znatno niža u odnosu na ZSE. Ostali kriteriji su približno jednaki.

Beogradska berza BELEX se razlikuje od ZSE u pogledu tržišne kapitalizacije, te troškova odobrenja prospekta. Ostale razlike idu u korist BELEX-a, kao na primjer postojanje podrške IPO Go! te relativno brz IPO proces. Tržišna kapitalizacija je dosta niža u odnosu na ZSE, a troškovi odobrenja prospekta su visoki. Međutim, ukoliko kompanija izdaje vrijednosne papire u većem iznosu, onda je ta naknada prihvatljivija.

Crnogorska berza MNSE je veoma slična Zagrebačkoj berzi ZSE. Jedine razlike su u pogledu minimalnog broja dioničara i tržišne kapitalizacije.

Albanija je jedina od zemalja koja nema aktivnu berzu. Dakle, bez aktivne berze nije moguće ni sprovesti inicijalnu javnu ponudu. Vlasti u Albaniji trebaju raditi na tome da ojačaju Albansku berzu kako bi postala privlačna investorima. Zbog nepostojanja aktivne berze, kompanije u Albaniji imaju ograničen pristup finansiranju.

Makedonska berza MSE ima nešto niži zahtijevani free float u odnosu na ZSE, te je stoga ista preporuka kao i za BLSE: da se poveća procenat free float-a.

Glavne razlike između ZSE kao referentne berze i ostalih berzi su: tržišna kapitalizacija, minimalni broj dioničara i free float. Ostali kriteriji su gotovo identični između berzi.

8. ZAKLJUČAK

Ovaj magistarski rad pruža uvid u načine finansiranja koje kompanije koriste za svoj rast i razvoj, kao i dileme koje se javljaju prilikom izbora finansiranja. Kompanije mogu na različite načine prikupiti potrebna sredstva, a upravo jedan od tih jeste inicijalna javna ponuda (IPO). IPO kompaniji donosi prednosti kao što su veća vidljivost na tržištu i veća mogućnosti za pribavljanje kapitala. Međutim, uprkos ovim prednostima koje IPO proces nudi, kompanije Zapadnog Balkana rijetko biraju ovaj način finansiranja.

Za potrebe istraživanja uzete su u obzir berze Zapadnog Balkana (SASE, BLSE, ZSE, BELEX, MNSE, MSE i Albanska berza). Kao relevantno tržište odabrana je Zagrebačka berza ZSE iz dva razloga. Prvi razlog je taj što se najveći broj IPO i SPO ponuda na berzama Zapadnog Balkana, upravo odvio na ZSE, a drugi razlog je taj što je Hrvatska članica Evropske unije. Cilj analize je dati odgovor na glavno istraživačko pitanje, a to je: “*Zašto kompanije Zapadnog Balkana ne koriste prednosti finansiranja dionicama?*”. Pored glavnog istraživačkog pitanja, GAP analiza treba dati odgovore i na ostala istraživačka pitanja koja su definisana. Nakon prikupljenih svih relevantnih podataka uključujući zakone, procedure i cjenovnike te nakon odrađene GAP analize, zaključak je da zakoni i procedure ne predstavljaju prepreku kompanijama da se odluče za IPO. Shodno tome, odgovor na glavno istraživačko pitanje nije povezan sa zakonima i procedurama, već sa motivima izdavatelja (dioničara i menadžmenta). Kao što je vidljivo iz GAP analize, zakoni su približno jednaki za skoro svaku berzu Zapadnog Balkana, izuzimajući Albansku berzu. Na primjer, neke berze kao BELEX imaju programe podrške IPO Go! ali opet to nije dovoljno da privuče izdavatelje. S obzirom na to, zakoni i regulatorni okviri ne utiču na kompanije već su u pitanju motivi. Područje Zapadnog Balkana karakterišu kompanije koje su u porodičnom biznisu, te je prisutan tradicionalni model vlasništva. Tradicionalni model je posebno naglašen u kompanijama u Albaniji, stoga i naponi da se uspostavi funkcionalna berza nisu bili uspješni. Takav model vlasništva i porodični biznisi nisu karakteristični samo za Albaniju, već je osjetno i u drugim zemljama Zapadnog Balkana. Na primjer, u Bosni i Hercegovini je poznato nekoliko veoma uspješnih kompanija koje su u privatnom vlasništvu i koje su organizovane kao d.o.o.. Bez obzira na višemilionske uspjehe, vrlo vjerovatno je da te kompanije nikada neće transformisati svoj oblik u dioničko društvo, niti da će nekada u budućnosti ponuditi svoje dionice javno. Razlog tome je što izdavanje dionica ne nosi samo materijalnu korist imaoocu, već mu donosi i upravljačko pravo a samim time dolazi do razvodnjavanja vlasništva unutar kompanije. Shodno tome, budući motivi vlasnika se mogu razlikovati u kompaniji. Kompanije potrebna finansijska sredstva mogu pribaviti putem kredita kao i investitora koji su njima poznati. Argument protiv inicijalne javne ponude pored straha vlasnika od razvodnjavanja vlasništva u dioničarskoj strukturi, može biti i taj što su sve poslovne aktivnosti kompanije nakon IPO procesa javne. U tom slučaju, kompanija ne može prikriti informacije koje bi mogle uticati na percepciju investitora. Regulatorni okvir u BiH ne otežava IPO. Shodno analizi autora Žiravac-Mladenović i Đurica (2018) u teoriji, kompanije lakše dolaze do potrebnog kapitala na SASE berzi u odnosu na BLSE berzu. Ipak, niti jedna kompanija nikada nije izvršila emisiju dionica na Sarajevskoj berzi. To potvrđuje, da razlog nepostojanja IPO ponuda nije u zakonodavnom okviru, već u motivima izdavatelja. Glavni izazovi za IPO proces u BiH su: nedostatak interesa od strane menadžera i dioničara, nedovoljno znanja o prednostima koje IPO proces donosi kompaniji te uticaj porodičnih biznisa.

S druge strane, zakoni u nekim zemljama mogu podsticati kompanije da se odluče za IPO proces. Članstvo u Evropskoj uniji olakšava kompanijama da svoje dionice ponude prekogranično zahvaljujući postojanju jedinstvenog emisionog prospekta. Tako kompanije

u Hrvatskoj, mogu svoje dionice ponuditi na području cijele Evropske unije. Shodno tome, kompanije imaju širu bazu potencijalnih investitora.

REFERENCE:

1. Alibegović, Dž. (2017). *Finansijska tržišta i instrumenti*. Sarajevo: Ekonomski fakultet u Sarajevu
2. Alijagić, M., Džanić, E., i Halilbegović, S. (2015). *Berzansko poslovanje*. Cazin: Grafis
3. Brealey, R.A., Myers, S.C. and Allen, F. (2019) *Principles of Corporate Finance*. International Edition, 12th Edition, McGraw-Hill, New York.
4. Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*. 2nd International Edition, John Wiley & Sons, New York.
5. Grubešić, Z. (2008). *Osnovi finansijskih tržišta*. Beograd: Univerzitet Braća Karić
6. Kokorović Jukan, M., i Alibegović, Dž. (2024). *Berze i berzansko poslovanje*. Tuzla: PrintCom
7. Krasulja, D., i Ivanišević, M. (1999). *Poslovne finansije*. Beograd: Ekonomski fakultet u Beogradu
8. Mishkin, Frederic S., Eakins, Stanley G. (2017). *Financial markets and institutions* (7th ed.). Milan: Pearson
9. Orsag, S. (1997). *Finansiranje emisijom vrijednosnih papira*. Zagreb: RIFIN d.o.o.
10. Orsag, S. (2003). *Vrijednosni papiri*. Sarajevo: Revicon
11. Ristić, K., Komazec, S., i Ristić, Ž. (2012/2013). *Finansijska tržišta i berzanski menadžment*. Beograd: EtnoStil
12. Ristić, K., Komazec, S., i Ristić, Ž. (2014). *Berze i berzansko poslovanje*. Beograd: EtnoStil
13. Rovčanin, A. (2010). *Upravljanje finansijama*. Sarajevo: Ekonomski fakultet u Sarajevu.
14. Unković, M., Milosavljević, M., i Stanišić, N., (2010). *Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje*. Beograd: Univerzitet Singidunum
15. Vasiljević, B. (2002). *Osnovi finansijskih tržišta*. Beograd: Zavet
16. Zaimović, A., i Alibegović, Dž. (2010) *Primijenjeni finansijski menadžment*. Sarajevo: Ekonomski fakultet u Sarajevu

17. Abrahamson, M. (2024). Offer Price and Post-IPO Ownership Structure. *Journal of Risk and Financial Management* 17: 61. doi: [https://doi.org/ 10.3390/jrfm17020061](https://doi.org/10.3390/jrfm17020061)
18. Agrawal, O. P., Bansal, N., i Bansal, P. K. (2019). Determinants of Capital Structure: A Study of Indian Companies. *Siddhant - A Journal of Decision Making*. Vol. 19(2), 65-72. doi: 10.5958/2231-0657.2019.00009.0
19. Al Shawawreh, F. K. (2023). Reassessing the long-run abnormal performance of Jordanian IPOS: An event study approach. *Foundations of Management*, Vol. 15. doi:10.2478/fman-2023-0011
20. BeniĆ, V., i Franić, I. (2008). Komparativna analiza likvidnosti tržišta kapitala Hrvatske i zemalja regije. *Financijska teorija i praksa*. Vol. 32(4), str. 481-502. <https://hrcak.srce.hr/34057>
21. Cao, Q., Sun, Q., & Tong, W. H. S. (2011). *How do Ownership and Control Affect the Decision to Go Public?* https://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2011-Renmin/papers/whyipo_efmasym2011b.pdf
22. Chemmanur, T.J., He, S. i Nandy, D. (2010) The Going-Public Decision and the Product Market. *Review of Financial Studies*, 23, 1855-1908. DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhp098>
23. Chiang, Y.-M., Lowry, M., i Qian, Y. (2019). The Information Advantage of Underwriters in IPOs. *Management Science*. doi:10.1287/mnsc.2018.3126
24. Denčić-Mihajlov, K. (2013). *Marketing inicijalne javne ponude*. DOI: <https://doi.org/10.5937/markt1302137D>
25. Đorđević, Z. (2014). Mehanizmi inicijalne javne ponude akcija na berzama Centralne i Istočne Evrope.. *Ekonomija: teorija i praksa*. str.39-49 <https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/2217-5458/2014/2217-54581404039D.pdf>
26. Erić, D. (2013). Why is there no Initial Public Offerings in Serbian Capital Markets?!. *Post Crisis Recovery*. pp.246-262
27. Gill de Albornoz, B. i Pope, P. F. (2004). *The determinants of the going public decision: evidence from the U.K.* Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE)
28. Harasheh, M. (2022). Freshen up before going public: Do environmental, social, and governance factors affect firms' appearance during the initial public offering? <https://doi.org/10.1002/bse.3261>
29. Honjo, Y. (2020). Public or perish? From founding to initial public offering. *Review of Managerial Science*. doi: <https://doi.org/10.1007/s11846-020-00390-4>

30. Hrkuša, D., Milković, D., i Daraboš Longin M. (2020). Initial public offerings and corporate governance in Croatia. Lisabon. <https://doi.org/10.20472/EFC.2020.014.006>
31. Jabeen, M., Alib, S., i Alic, M. (2021). The Choice Between Internal and External Sources of Financing of SMEs in Pakistan: A Provincial-Level Analysis. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*. Vol. 15(5).
32. Jackowicz, K., Kowalewski, O., Kozłowski, L., i Roszkowska, P. (2017). Issuing bonds, shares or staying private? Determinants of going public in an emerging economy. *Post-communist economies*, Vol. 29, No.1, 1-26 DOI : <http://dx.doi.org/10.1080/14631377.2016.1226771>
33. Jain, B. A., i K, O. (1999). The Life Cycle of Initial Public Offering Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(9) i (10).
34. Jenkinson, T., i Ljungqvist, A. P. (2001). *Going public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford Univesrity Press.
35. Jovanović, M. (2019). *Initial public offering as a source of financing and its significance for the development of the Serbian capital market*. doi:10.5937/ekonomika1902099J
36. Karanović, G., i Karanović, B. (2016). IPOs Performance Analysis: Evidence from Emerging Markets in the Balkans. *Scientific Annals of Economics and Business, Sciendo*. Vol. 63(3), pp 381-389.
37. Keckés, A., i Halász, V. (2015). Uloga prospekata za ulaganje kapitala i odgovornost za njihov sadržaj. *Pravni vjesnik*. Vol. 31(3-4), str. 167-184. <https://hrcak.srce.hr/155901>
38. Khin, E.W.S, Wong, W. B. R. i Ting, L.S (2017). Initial public offering (IPO) underpricing in Malaysian settings. *Journal of Economic and Financial Studies (JEFS)*. Vol. 5(2), str.14-25. DOI: <https://doi.org/10.18533/jefs.v5i02.276>
39. Lakić, S. (2012). Inicijalna javna ponuda u industriji medija. *Medijski dijalozi*. Broj 13-14
40. Latham, S. i Braun, M. R. (2010). To IPO or not to IPO: Risks, uncertainty and the decision to go public. *British Journal of Management*, Vol. 21, 666–683. DOI: 10.1111/j.1467-8551.2010.00707.x
41. Lowry M., Michaely, R., i Volkova, E. (2017) Initial Public Offerings: A synthesis of the literature and directions for future research <https://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/lowry-michaely-ipos.pdf>

42. Malinić, D., i Denčić-Mihajlov, K. (2010). Proces otvaranja preduzeća: Izazovi za Srpsku korporativnu praksu. *Ekonomika preduzeća*. str. 261-275. https://www.ses.org.rs/uploads/ep_7-8_2010_190902_132701_124.pdf
43. Marinković, S., Ljumović, I. i Stojkovic, D. (2012). Going public and initial public offering: an exploratory study of motives from Serbian companies. *Industrija*. Vol. 40, str.125-143. https://www.researchgate.net/publication/326655124_Going_public_and_initial_public
44. Mateos-Ronco, A., i Guzman- Asuncion, S. (2018). Determinants of financing decisions and management implications: evidence from Spanish agricultural cooperatives. *International Food and Agribusiness Management Review*. Vol. 21(6). doi: 10.22434/IFAMR2016.0178
45. Mayur, M., i Kumar, M. (2006). *An Empirical Investigation of Going Public Decision of Indian Companies*.
46. Meluzín, T., (2008). Problems of company financing via IPO in the Czech capital market. *Ekonomika a Management*, Prague University of Economics and Business. Vol. 2008(4).
47. Meluzín, T., Zinecker, M., Balcerzak, A. P., & Pietrzak, M. B. (2018). Why Do Companies Stay Private? Determinants for IPO Candidates to Consider in Poland and the Czech Republic. *Eastern European Economics*. Vol.56(6), 471–503. <https://doi.org/10.1080/00128775.2018.1496795>
48. Mohamed, S. F., & Joyce, Nj. C. (2023). *The Impact of IPO underpricing on long term performance of stocks: Comparative Analysis of the Swedish and United Kingdom Stock Markets*. Master thesis. Umeå School of Business and Economics (USBE)
49. Musta, E., i Meka, E. (2023). *The first public offering of a corporate bond issuance and the expected impact on the securities market and economy in Albania*. doi: [10.59380/crj.vi1.5100](https://doi.org/10.59380/crj.vi1.5100)
50. Odorović, A., McKain, G., Garvey, K., i Schizas, E. (2020). *FinTech Innovation in the Western Balkans: Policy and Regulatory Implications and Potential Interventions*. doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3619214>
51. Pagano, M., Panetta, F., i Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The journal of finance*. Vol. 53, str. 27-64 <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=ffe9ed522f0b0f4fd2adf5b5625c8e7a235def0a>

52. Patrescu, D. R. (2014). The decision of going public – When, where and why? https://www.utgjiu.ro/revista/ec/pdf/2014-01/22_Patrascu%20Diana.pdf
53. Pavlović, V., i Muminović, S. (2010). Značaj razvoja finansijskih tržišta za srpsku privredu, *Industrija*, Vol. 38(4): 41-67
54. Pešterac, A. (2020). The importance of initial public offering for capital market development in developing countries. *Economic themes*. Vol. 58(1), str. 97-115. <https://doi.org/10.2478/ethemes-2020-0006>
55. Premti, A., i Smith, G. (2019) Earnings Management in the Pre-IPO Process: Biases and Predictors. *Research in International Business and Finance*. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101120>
56. Rončević, A., Gregorić, M., i Vuković, J. (2021). Finansiranje poslovanja poduzeća emisijom dionica - Pregled i trendovi u Hrvatskoj. *Obrazovanje za poduzetništvo*. Vol. 11, str. 119-129. doi: <https://doi.org/10.38190/oep.11.2.5>
57. Simić, A. (2011). Uticaj listiranja velikih javnih kompanija na nivo likvidnosti tržišta akcija u Republici Srbiji. *Škola biznisa*. Vol.3, str. 176-185. <https://www.vps.ns.ac.rs/SB/2011/7.15.pdf>
58. Sun, J., Ding, L., Guo, M.J. and Li, Y. (2016) Ownership, Capital Structure and Financing Decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48, 448-463. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>
59. Ullah, S., i Aslam, U. (2017). Determinants of IPO Short Run and Long Run Performance: A Case Study on the Listed Firm of Pakistan Stock Exchange. *A Research Journal of Commerce, Economics, and Social Sciences*. Vol. 11, str. 165-172. Doi: 10.24312/paradigms110206
60. Vladimirović, I. (2022). Specifičnosti procesa inicijalne javne ponude u Sjedinjenim Američkim Državama. *Ekonomija: teorija i praksa*. str. 166-182. doi: <http://dx.doi.org/10.5937/etp2204167V>
61. Žiravac-Mladenović, M., i Đurica, F. (2018). Komparativna analiza trgovanja na banjalučkoj i sarajevskoj berzi. *Anali poslovne ekonomije*. Br. 18, str. 25–35.
62. *ALSE*, Dostupno na: <https://alse.al/> (pristupljeno 31. juli 2024).
63. Banjalučka berza (2010). *Emisija hartija od vrijednosti*. Banjalučka berza. Dostupno na: https://edu.blberza.com/edukacija/download/IPO_brosura_v1.pdf (pristupljeno 10.07.2024).
64. *BELEX*, Dostupno na: <https://www.belex.rs/> (pristupljeno 22. august 2024).

65. *BLSE*, Dostupno na: <https://www.blberza.com/Pages/Default.aspx> (pristupljeno 22. august 2024).
66. *LSE*, Dostupno na: <https://www.londonstockexchange.com/> (pristupljeno 22. august 2024).
67. McFarlanes. *Going public in London*. Dostupno na: <https://www.mcfarlanes.com/media/2646/going-public-in-london.pdf> (pristupljeno 20. august 2024).
68. *MNSE*, Dostupno na: <https://www.mnse.me/code/navigate.asp?Id=1> (pristupljeno 22. august 2024).
69. *MSE*, Dostupno na: <https://www.mse.mk/en> (pristupljeno 22. august 2024).
70. *OpenAI*. (2023). ChatGPT [Tekstualni odgovor na pitanje o: „Kako je članstvo u EU olakšalo IPO proces u Hrvatskoj] (pristupljeno 02. august 2024).
71. PWC: *IPO Watch Europe Annual Review 2023*. Dostupno na: <https://www.pwc.co.uk/services/audit/insights/ipo-watch-emea/ipo-watch-europe-annual-review-2023.html> (pristupljeno 23. juli 2024).
72. *SASE*, Dostupno na: <http://www.sase.ba/v1> (pristupljeno 22. august 2024).
73. The CFO (2024). *London has become Europe's largest stock market, but IPOs are not happening?* Dostupno na: <https://the-cfo.io/2024/06/20/london-ipo-market/> (pristupljeno 10. august 2024).
74. *ZSE*, Dostupno na: <https://zse.hr/> (pristupljeno 22. august 2024).
75. BELEX (2016). *Pravilnik o tarifi*. Beograd: Beogradska berza
76. BELEX (2022). *Pravilnik o listingu*. Beograd: Beogradska berza
77. BLSE (2012). *Pravila Banjalučke berze*. Banja Luka: Banjalučka berza
78. MNSE (2022). *Cjenovnik za usluge obavljanja poslova tržišta hartija od vrijednosti*. Podgorica: Montenegroberza
79. MNSE (2022). *Pravila Montenegroberza*. Podgorica: Montenegroberza
80. MSE (2021). *Listing rules*. Skopje: Makedonska berza
81. MSE (2024). *Tarifnik za visinu nadomestocite na Makedonska berza AD Skopje*. Skopje: Makedonska berza
82. Narodne novine (2018). *Zakon o tržištu kapitala*. Zagreb: Narodne novine, 65/2018

83. SASE (2017). *Pravila Sarajevske burze – berze*. Sarajevo: Sarajevska berza
84. SASE (2019). *Cjenovnik Sarajevske burze – berze*. Sarajevo: Sarajevska berza, 07/19.
85. Službeni list Crne Gore (2018). *Zakon o tržištu kapitala*. Podgorica: Službeni list Crne Gore. 001/18
86. Službene novine FBiH (2017). *Zakon o tržištu vrijednosnih papira*. Sarajevo: Službene novine FBiH, 25/17, str. 6-12
87. Službeni glasnik RS (2022). *Zakon o tržištu hartija od vrijednosti*. Banja Luka: Službeni glasnik RS, 63/22, str. 4-10
88. Službeni glasnik RS (2021). *Tarifa naknada*. Banja Luka: Službeni glasnik RS, 10/21.
89. Službeni glasnik RS (2022). *Pravilnik o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt te oglašavanju u vezi s prospektom*. Službeni glasnik RS, 77/22
90. ZSE (2024). *Cjenik*. Zagreb: Zagrebačka burza
91. ZSE (2019). *Pravila burze*. Zagreb: Zagrebačka burza