



**УНИВЕРЗИТЕТ  
У НИШУ**

**Универзитетска  
Библиотека  
"Никола Тесла"**

**UNIVERSITY  
OF NIŠ**

**University  
Library  
"Nikola Tesla"**



**ДИГИТАЛНИ  
РЕПОЗИТОРИЈУМ  
УНИВЕРЗИТЕТА  
У НИШУ**

**Библиотека  
Дисертације**

**DIGITAL  
REPOSITORY  
OF THE UNIVERSITY  
OF NIŠ**

**Ph.D. Theses**

---

UNIVERZITET U NIŠU

**EKONOMSKI FAKULTET**

**Mr Jadranka Đurović-Todorović**

**PERSPEKTIVE I MOGUĆI PRAVCI RAZVOJA  
FINANSIJSKOG TRŽIŠTA  
S OSVRTOM NA JUGOSLAVIJU**

**-doktorska disertacija-**

**Mentor: prof.dr Miodrag Jovanović,  
redovni profesor Ekonomskog fakulteta u Nišu**

**Niš, 2001.godine**

## S A D R Ž A J

U V O D .....	5
PRVI DEO.....	9
1. MESTO I ULOGA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U NACIONALNOJ EKONOMIJI.....	9
1.1. Privredni sistem kao ambijent za nastanak i razvoj finansijskog tržišta.....	10
1.2. Svojinski pluralizam - osnovna pretpostavka egzistencije finansijskog tržišta.....	11
1.4. Znanje u funkciji razvoja finansijskog tržišta.....	17
1.4. Dejstvo povratne sprege na relaciji finansijsko tržište-nacionalna ekonomija.....	19
1.5. Mobilizacija finansijskih sredstava i njihova alokacija.....	27
1.6. Finansijsko tržište u funkciji finansijskog menadžmenta.....	34
DRUGI DEO .....	43
2. FUNKCIONISANJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA.....	43
2.1. Infrastruktura finansijskog tržišta .....	48
2.1.1. Značaj države kao organizatora, učesnika, regulatora i kontrolora na finansijskom tržištu .....	49
2.1.1.1. Osnovni oblici i instrumenti državne regulative .....	53
2.1.1.2. Komparativna analiza državne regulative u industrijski najrazvijenijim zemljama.....	55
2.1.1.3. Uloga države kao kontrolora i revizora na tržištu kapitala.....	62
2.1.2. Mesto i uloga centralne banke na finansijskom tržištu .....	64
2.1.3. Banka kao učesnik na finansijskom tržištu.....	75
2.1.4. Institucionalni investitori - okosnica u funkcionisanju finansijskog tržišta .....	86
2.1.5. Preduzeće kao akter na finansijskom tržištu.....	93
2.1.6. Brokersko-dilerske kuće kao nužna karika u funkcionisanju finansijskog tržišta .....	104
2.1.7. Značaj ostalih učesnika na finansijskom tržištu.....	114
2.2. Instrumenti finansijskog tržišta.....	117
2.2.1. Ključni instrumenti tržišta novca .....	119
2.2.1.1. Međubankarska kuporodaja novca .....	122
2.2.1.2. Emisija i trgovina kratkoročnim hartijama od vrednosti .....	122
2.2.1.2.1. Kratkoročne državne obveznice.....	123
2.2.1.2.2. Blagajnički zapisi .....	124
2.2.1.2.3. Komercijalni zapisi .....	125
2.2.1.2.4. Depozitni certifikat.....	126
2.2.1.2.5. Banakarski akcept .....	127
2.2.1.3. Međubankarska trgovina viškovima obaveznih rezervi .....	128
2.2.2. Poslovanje dugoročnim hartijama od vrednosti.....	129
2.2.2.1. Akcije - emisija i trgovina.....	129
2.2.2.2. Obveznice - emisija i trgovina .....	139
2.2.2.3. Kotacija efekata i način formiranja kurseva .....	149
2.2.2.4. Faktori dividende - teorijski i empirijski pristup .....	153
2.2.3. Uloga i značaj finansijskih derivata u funkcionisanju finansijskog tržišta .....	157
2.2.3.1. Suština trgovanja fjučersima.....	159
2.2.3.2. Suština trgovanja opcijama .....	162
2.2.3.3. Suština trgovanja ostalim derivatima .....	167
2.2.4. Novi emisijski postupci na finansijskom tržištu.....	168
TREĆI DEO .....	173

MERE EFIKASNOSTI FUNKCIONISANJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA.....	173
3.1. Efikasnost finansijskih tržišta .....	176
3.1.1. Mogući aspekti efikasnosti finansijskih tržišta .....	176
3.1.2. Karakteristike različitih nivoa tržišne efikasnosti .....	178
3.1.3. Osnovni pokazatelji statičke efikasnosti finansijskog tržišta.....	181
3.1.4. Najznačajniji pokazatelji dinamičke efikasnosti finansijskog tržišta .....	183
3.2. Berzanska trgovina kao indikator razvijenosti finansijskih tržišta .....	185
3.2.1. Nužnost etapnog razvoja berze .....	197
3.2.2. Bazični pokazatelji razvijenosti berze i njihov značaj .....	201
3.2.3. Suština mehanizma trgovanja na berzi.....	208
3.2.4. Osnovne karakteristike poravnanja i obračunskog sastava na berzi .....	210
3.3. Značaj vanberzanske trgovine za celovit razvoj finansijskih tržišta.....	215
ČETVRTI DEO .....	217
MOGUĆI PRAVCI RAZVOJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U JUGOSLAVIJI .....	217
4.1. Privredni sistem Jugoslavije kao ambijent za razvoj finansijskog tržišta kod nas ..	217
4.1.1. Privatizacija u Jugoslaviji - ključna pretpostavka za dalji razvoj finansijskog tržišta .....	222
4.1.1.1. Predmet, ciljevi i problemi privatizacije u Jugoslaviji .....	224
4.1.1.2. Metode procene vrednosti preduzeća .....	226
4.1.1.3. Načini i modeli transformacije preduzeća .....	230
4.1.1.4. Dosadašnji rezultati i mere za intenziviranje privatizacije .....	235
4.1.2. Tvrdo budžetsko ograničenje - ključna pretpostavka za dalji razvoj finansijskog tržišta u Jugoslaviji.....	241
4.1.3. Poreski podsticaji kao neophodnost za dalju afirmaciju i razvoj našeg finansijskog tržišta .....	247
4.1.3.1. Uticaj ekonomskog dvostrukog oporezivanja na finansijsku politiku preduzeća .....	251
4.1.3.2. Fiskalni tretman kapitalnih dobitaka, dividendi, kamata i ulaganja u akcije i obveznice .....	253
4.1.3.3. Obezbeđenje optimalne kadrovske strukture .....	256
4.2. Funkcionisanje finansijskog tržišta kod nas .....	260
4.2.1. Infrastruktura finansijskog tržišta Jugoslavije .....	264
4.2.1.1. Država kao akter na finansijskom tržištu Jugoslavije .....	264
4.2.1.2. Mesto i uloga Narodne banke Jugoslavije na našem finansijskom tržištu.....	267
4.2.1.3. Nužnost transformacije tradicionalne u savremenu banku kao aktera na finansijskom tržištu Jugoslavije .....	276
4.2.1.4. Institucionalni investitori - mogućnosti i ograničenja .....	290
4.2.1.5. Nužnost promena performansi naših preduzeća.....	297
4.2.1.6. Uloga i značaj brokersko-dilerskih kuća na finansijskom tržištu Jugoslavije .....	309
4.2.2. Instrumenti finansijskog tržišta Jugoslavije.....	312
4.2.2.1. Poslovanje kratkoročnim hartijama od vrednosti na finansijskom tržištu Jugoslavije.....	313
4.2.2.2. Osnovni problemi na tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti i predlozi za njihovo rešenje .....	319
4.2.2.3. Poslovanje dugoročnim hartijama od vrednosti - mogućnosti i ograničenja .....	322
4.3. Mere efikasnosti funkcionisanja finansijskog tržišta u Jugoslaviji.....	326
4.3.1. Dostignuti nivo efikasnosti finansijskog tržišta kod nas i mogućnosti njegovog unapređenja.....	326

4.3.2. Berzanska trgovina u Jugoslaviji kao indikator razvijenosti finansijskog tržišta .....	330
4.3.2.1. Beogradska berza - embrion finansijskog tržišta u Jugoslaviji.....	331
4.3.2.1.1. Funkcionisanje Beogradske berze u staroj Jugoslaviji.....	331
4.3.2.1.2. Funkcionisanje Beogradske berze u današnjoj Jugoslaviji - retrospektiva i tendencije.....	332
4.3.2.2. Poslovanje Montenegro berze .....	342
4.3.3. Vanberzanska trgovina u Jugoslaviji - dostignuti nivo i perspektive daljeg razvoja .....	343
Zaključak .....	345
Literatura .....	355
Prilog 1 .....	370
Prilog 2 .....	371
Prilog 3 .....	374
Prilog 4 .....	376

## U V O D

Finansijsko tržište je ključni mehanizam prestrukturiranja preduzeća i privrede. Istovremeno, ono predstavlja polugu za promene načina razmišljanja, kako unutar sektora privrede, tako i kod ostalih sektora: države, stanovništva i finansijskog sektora. Njegov nivo i kvalitet zavisi od ukupne ekonomske i finansijske situacije u konkretnoj nacionalnoj ekonomiji. Finansijsko tržište predstavlja sistematski uređen skup odnosa kroz koji se sučeljavaju ponuda i tražnja finansijskih sredstava, formira cena tih sredstava i ostvaruje njihovo alociranje iz suficitarnih u deficitarne sektore.

U tom smislu finansijska tržišta u savremeno organizovanim ekonomijama imaju veoma značajnu ulogu, što se može videti iz njegovih funkcija. Osnovna i nezamenljiva uloga finansijskog tržišta je mobilizacija finansijskih sredstava (štednje) putem svog tržišnog mehanizma. Ogromna masa finansijskih sredstava, koju stvara veliki broj privrednih aktera, nalazi se rasuta na veoma širokom prostoru. Tako dislocirana sredstva proizvode veoma slabo ili skoro beznačajno dejstvo u odnosu na dejstvo koje se ostvaruje u slučaju njihove mobilizacije. Uloga finansijskog tržišta je ovde nezamenljiva, jer se zahvaljujući njemu postižu tzv. sinergijski efekti, koji znače postizanje efekata dejstva ujedinjene mase finansijskih sredstava na nivou koji je znatno iznad efekata koji bi se postigli delovanjem razjedinjenih - pojedinačnih delova tih sredstava.

Alokacija raspoloživih finansijskih resursa na najprofitabilnije projekte (namene), takođe, predstavlja originalnu funkciju finansijskog tržišta. Naime, u tržišnim ekonomijama finansijska sredstva predstavljaju potencijal slobodnog kapitala koji neprekidno traži što profitabilnije plasmane. Sva ta finansijska sredstva slivaju se iz bezbrojnih izvora na jedno mesto - na finansijsko tržište, gde se formira ukupna ponuda istih. Ovako prikupljena sredstva streme ka plasmanima koji donose najviši prinos.

Cenovna funkcija finansijskog tržišta je funkcija vrednovanja finansijskih sredstava. Ovde je reč o tome da se vlasnik finansijskih sredstava odriče njihove upotrebe u sopstvenoj režiji radi sticanja većeg prinosa od njihovog ustupanja drugome. Finansijska sredstva svakog pojedinca na finansijskom tržištu se ne javljaju izolovano, već predstavljaju deo ukupne ponude, koja se sučeljava sa ukupnom tražnjom za finansijskim sredstvima. Iz ovog odnosa se formira njihova cena.

Da bi se shvatila suština rada finansijskih tržišta neophodno je izvršiti njihovu podelu. Najznačajnija klasifikacija finansijskih tržišta je sa stanovišta predmeta poslovanja, gde razlikujemo novčano tržište, devizno tržište i tržište kapitala. Novčano tržište podrazumeva organizovan nastup i odnos ponude i tražnje kratkoročnih novčanih sredstava. U okviru novčanog tržišta najznačajnije mesto zauzima tržište novca, koje predstavlja organizovani mehanizam u institucionalnom smislu reči sa tačno utvrđenim učesnicima, njihovim pravima i obavezama, definisanim prostorom i vremenom funkcionisanja i regulisanim uslovima pod kojima se obavljaju finansijske transakcije. Primarna funkcija tržišta novca je obezbeđenje optimalne likvidnosti privrednih i vanprivrednih subjekata. Osnovni instrumenti tržišta novca su međubankarska kupoprodaja žiralnog novca i kratkoročne hartije od vrednosti. Reprezenti kratkoročnih hartija od vrednosti su blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, državni zapisi, sertifikati o depozitu i kratkoročne obveznice. Uglavnom je reč o kreditnim hartijama od vrednosti, čiji je rok dospeća najduže godina dana.

Na deviznom tržištu dolazi do sučeljavanja ponude i tražnje za devizama, pri čemu se iz tog odnosa formira i njihova cena, tj. devizni kurs.

Za privredu tj. njenu investicionu aktivnost od ogromnog je značaja postojanje i funkcionisanje tržišta kapitala. Za njega je karakteristično da na njemu dolaze u međusobni odnos ponuda i tražnja za kapitalom, pri čemu se formira cena tog kapitala. Osnovni instrumenti tržišta kapitala su obveznice, kao dužničke hartije od vrednosti i akcije, kao vlasničke hartije od vrednosti. U osnovi razlikuju se primarno i sekundarno tržište kapitala. Vitalna funkcija primarnog tržišta kapitala je kreiranje kapitala. Na njemu se emitovane obveznice i akcije razmenjuju za novčana sredstva. Zahvaljujući ovako pribavljenom novčanom kapitalu emitenti ovih efekata pribavljaju realni kapital, koji treba u krajnjoj instanci da im omogući uvećanje vrednosti kapitala koji angažuju. Na sekundarnom tržištu kapitala vrši se druga i svaka dalja prodaja već emitovanih efekata. Organizovani oblik funkcionisanja sekundarnog tržišta kapitala predstavljaju berze. Na njima posluju posredničke finansijske organizacije - dileri i brokeri. Dileri trguju u svoje ime i za svoj račun, ili komisiono - u svoje ime a za tuđ račun. Za razliku od njih brokeri uvek posreduju, tj. obavljaju poslove u tuđe ime i za tuđ račun. Takođe, postoji i vanberzanski način trgovanja, tzv. otvoreno tržište (OTC - Over the counter market). Na njemu se trguje hartijama od vrednosti koje ne figuriraju na listingu berze. Umesto aukcijskog načina formiranja cena hartija od vrednosti (kakav je slučaj sa berzama) javlja se pregovarački proces između prodavaca i kupaca, tj. njihovih posrednika. Da je značaj ovog tržišta ogroman vidi se iz činjenice da je promet ostvaren na njima veći od prometa koji se ostvari na berzama.

Kada je reč o finansijskom tržištu u Jugoslaviji treba se podsetiti da je ono funkcionisalo u staroj Jugoslaviji i to veoma uspešno. Međutim, nakon Drugog svetskog rata i stvaranja nove Jugoslavije sa socijalističkim uređenjem došlo je do njegovog ukidanja i to iz čisto ideoloških razloga. To je bila velika greška i zabluda, jer se o tržišnoj privredi može govoriti samo onda ako su razvijeni svi njeni tržišni segmenti (tržište roba i usluga, tržište rada i finansijsko tržište). Iz tog razloga 1989. godine dolazi do osnivanja Jugoslovenskog tržišta novca i Jugoslovenskog tržišta kapitala. Dakle, posle pauze od skoro pola veka krenulo se iz početka. Danas u Jugoslaviji postoje dve berze: Beogradska berza i Montenegro berza i šezdesetak posrednika. Na njima se uglavnom posluje sa kratkoročnim hartijama od vrednosti, jer za trgovinu efektima još nisu stvoreni uslovi, što znači da još uvek ne funkcionise tržište kapitala. Ključne pretpostavke za njegovo funkcionisanje su sledeće:

- postojanje odlučne ideološke orijentacije za funkcionisanje tržišne privrede i izgradnje svih institucija na kojima počiva,
- postojanje svojinskog pluralizma sa dominantnim učešćem privatne svojine ( nužno je izvršiti privatizaciju društvenih i dela državnih preduzeća),
- likvidiranje svih vrsta monopola, tj. maksimalno ograničiti uticaj vantržišnih faktora,
- jačanje ekonomskog potencijala zemlje,
- postojnje stabilnih ekonomskih odnosa,
- uređenje zakonske regulative primerene tržišnim odnosima,
- razvoj finansijskih institucija i njihovo diverzifikovanje prema specifičnim ciljevima,
- stimulativan poreski sistem zemlje,
- razvoj pratećih institucija (revizorske kuće, brokersko-dilerske kuće, ocenjivači boniteta, agencije za procenu vrednosti kapitala, itd.) i
- povećanje opšteg nivoa znanja iz ove oblasti, ne samo aktera na finansijskom tržištu, već i cele populacije.

Cilj rada bio je da se na osnovu iskustava u radu i funkcionisanju finansijskih tržišta razvijenih ekonomija i zemalja u tranziciji a uz uvažavanje konkretnih ekonomskih, finansijskih, političkih, obrazovnih i drugih prilika u SR Jugoslaviji trasira put, tj. da se ukaže na perspektive i moguće pravce razvoja našeg finansijskog tržišta. U svrhu sistematizacije celokupne problematike vezane za finansijsko tržište rad je podeljen u četiri međusobno povezane celine.

U prvom delu ukazuje se na značaj privrednog sistema zemlje, kao ambijenta za razvoj finansijskog tržišta, jer samo ukoliko u nekoj zemlji postoji privredni sistem sa dobrim performansama onda će postojati i dobre šanse za uspešno uvođenje i funkcionisanje finansijskog tržišta. Ovde je pre svega bitno da u konkretnoj nacionalnoj ekonomiji postoji svojinski pluralizam sa dominantnim učešćem privatne svojine. Pored ovog elementa nužno je i postojanje povoljne klime, tj. spremnosti privrednih i neprivrednih subjekata, stanovništva i države za prihvatanje te nove institucije. Ovo je moguće postići ako se blagovremeno krene sa animiranjem šire javnosti sa velikim prednostima koje pruža finansijsko tržište, uz istovremeno obučavanje kadrova koji će biti osposobljeni za obavljanje svih poslova neophodnih za funkcionisanje finansijskog tržišta. Takođe, značajan faktor za nastanak i razvoj finansijskog tržišta je i adekvatna tj. stimulatívna poreska politika. Naime, ukoliko se zakonom reguliše da se prinosi ostvareni od ulaganja u razne vrste hartija od vrednosti ( kamata, dividenda, kapitalni dobitak, ažio, itd.) ne oporezuju ili se oporezuju po nižim stopama, to će sigurno stimulatívno delovati na investiranje u ove oblike aktive. S druge strane, kad se jednom uspostavi finansijsko tržište i kada ono počne da funkcioniše, onda ono vrši vrlo jak povratni uticaj na celokupnu nacionalnu ekonomiju. U tom smislu pozitivna kretanja na njemu blagotvorno utiču na nacionalnu ekonomiju, i obrnuto, negativne tržišne oscilacije na finansijskom tržištu dovode do negativnih kretanja u celoj nacionalnoj ekonomiji. Suština postojanja i funkcionisanja finansijskog tržišta je u mobilizaciji i koncentraciji slobodnih i rasutih sredstava i njihovo usmeravanje na najprofitabilnije projekte, čime se povećava i efikasnost cele nacionalne privrede

U drugom delu u fokusu istraživanja je sama bit finansijskog tržišta, tj. njegovo funkcionisanje. Osnovni preduslovi za funkcionisanje finansijskog tržišta su postojanje odgovarajuće infrastrukture i širokog asortimana tržišnog materijala kojim će se trgovati. Adekvatna infrastruktura podrazumeva postojanje dovoljnog broja kvalitetnih učesnika na finansijskom tržištu. Najznačajniji su sledeći učesnici: država ( javlja se i u ulozi organizatora, regulatora i kontrolora), centralna banka, različite vrste banaka (depozitne, poslovne, investicione, univerzalne, itd.), institucionalni investitori, preduzeća - kompanije, specijalizovane posredničke finansijske organizacije - brokersko-dilerske kuće i drugi učesnici. Druga pretpostavka za uspešan rad finansijskog tržišta je postojanje dovoljnog broja atraktivnih hartija od vrednosti. U savremenim uslovima privređivanja na finansijskim tržištima trguje se kratkoročnim, dugoročnim i izvedenim finansijskim instrumentima. Najznačajniji predstavnici kratkoročnih hartija od vrednosti su: blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, sertifikati o depozitu i kratkoročne državne obveznice. U radu je učinjen poseban osvrt na emisiju i trgovinu svakog od ovih instrumenata. U nastavku rada predmet interesovanja su obveznice i akcije, kao reprezenti dugoročnih hartija od vrednosti-efekata. Radi što potpunijeg razumevanja suštine efekata posebna pažnja je usmerena na njihovu kotaciju, tj. način formiranja njihovih kurseva kao i najznačajnim faktorima koji utiču na dividendu, kako sa teorijskog, tako i sa empirijskog aspekta. Završnica ovog dela sadrži analizu izvedenih finansijskih instrumenata-finansijskih derivata, tj. opcija, fjučersa i svopova.

Predmet interesovanja trećeg dela su mere efikasnosti funkcionisanja finansijskog tržišta. Naime, za finansijsko tržište kažemo da je efikasno ukoliko cene hartija od vrednosti, kojima se trguje na njemu, odražavaju sve relevantne informacije o emitentima



tih hartija. U praksi postoje dva osnovna aspekta efikasnosti i to: operativna efikasnost (zahteva od učesnika da transakcije obave što jeftinije) i alokativna efikasnost finansijskog tržišta (zahteva da cene hartija od vrednosti budu takve da ujednače stopu rizika sa stopom prinosa). U dosadašnjem razvoju finansijskih tržišta iskristalisala su se tri nivoa efikasnosti: slab oblik efikasnosti, polučvrst i čvrst oblik efikasnosti. Osnovni pokazatelji statičke efikasnosti finansijskog tržišta su: visok nivo transparentnosti, postojanje velikog broja emitenata i široke lepeze ponude hartija od vrednosti, mala razlika u ceni-spread i postojanje kontinuirane likvidnosti, dok je osnovni pokazatelj njegove dinamičke efikasnosti brzina prihvatanja inovacija na finansijskom tržištu. Osnovni indikator razvijenosti finansijskog tržišta je razvijenost berzanske trgovine. Praksa razvijenih zemalja ukazuje na nužnost etapnog razvoja berze u svakoj nacionalnoj ekonomiji. Bazični pokazatelji razvijenosti bilo koje berze su: obim realizovane berzanske trgovine, broj učesnika, broj zaključenih transakcija, kvalitet i kvantitet berzanskog tržišnog materijala, razne vrste berzanskih indeksa, itd. Dalja analiza usmerena je na sam mehanizam berzanskog trgovanja i proces poravnanja i obračunskog sastava na berzi, sa posebnim osvrtom na rad Njujorške, Tokijske, Londonske i Frankfurtske berze (kao najrazvijenijih i najznačajnijih berzi), ali i na dostignuti stepen razvoja berzi u istočnoevropskim zemljama. Radi sagledavanja kompleksnosti funkcionisanja tržišta kapitala posebna pažnja je usmerena na vanberzansku trgovinu, kao značajnog indikatora razvijenosti ukupnog finansijskog tržišta.

Četvrti deo je pod nazivom "Mogući pravci razvoja finansijskog tržišta u Jugoslaviji". Globalni okvir za razvoj našeg finansijskog tržišta je privredni sistem, koji još uvek ne predstavlja povoljan ambijent za njegov razvoj. Ovde se pre svega misli na vlasničku, tj. svojinsku strukturu, u kojoj dominantno mesto imaju društvena i državna preduzeća. Izmena ovakvog stanja moguća je samo kroz kontinuirani proces svojinske transformacije, tj. privatizacije, koji neće biti nimalo lak. Naprotiv, to je jedan bolan i dugotrajan, ali nužno potreban proces. Takođe, značajna pretpostavka za funkcionisanje finansijskog tržišta u Jugoslaviji je postojanje tvrdog budžetskog ograničenja, koje podrazumeva sprovođenje politike uravnoteženosti, ne samo državnog budžeta, nego i javnih finansija u celini. Tvrdo budžetsko ograničenje se ogleda i u načinu pokrivanja deficita u javnim finansijama - ako se deficit pokriva iz tzv. realnih izvora emitovanjem državnih obveznica i ako se njihova prodaja vrši na otvorenom finansijskom tržištu, bez prodaje centralnoj banci, onda to govori da se finansijski sistem nalazi u vodama čvrstog budžetskog ograničenja. Sledeća pretpostavka za uspešan rad finansijskog tržišta kod nas, takođe, se nalazi u rukama države, a to je adekvatna (stimulativna) poreska politika. Osim ovoga, neophodno je da je u zemlji stvorena dobra klima, u smislu da je široka javnost blagovremeno informisana o svim mogućnostima koje pruža finansijsko tržište. Paralelno sa procesom afirmacije finansijskog tržišta, neophodno je vršiti stručno osposobljavanje novih stručnjaka za poslove koje će obavljati na njemu, uz istovremeno stručno usavršavanje i prekvalifikaciju postojećih kadrova. Sa aspekta infrastrukture jugoslovenskog finansijskog tržišta centralno mesto treba da pripada državi (na tržištu kapitala) i Narodnoj banci Jugoslavije (na tržištu novca), kojoj finansijsko tržište omogućava, s jedne strane, da svoje instrumente koristi mnogo efikasnije i s druge strane, upravo time bi NBJ omogućila dalji razvoj, afirmaciju i stabilizaciju našeg finansijskog tržišta. U vremenu koje nam prethodi najznačajnije mesto imaće banke, ali ne sadašnje tradicionalne banke, već banke savremenog tipa, koje će karakterisati institucionalna konkurencija, konkurencija strukture ponude bankarskog proizvoda i međubankarska konkurencija. U sadašnjim uslovima neke banke imaju posebne organizacione jedinice koje obavljaju brokersko-dilerske poslove, što znači da se postepeno prilagođavaju tržišnim uslovima poslovanja. Na razvijenim finansijskim tržištima glavnu okosnicu predstavljaju institucionalni investitori. Kod nas nije tako, niti će tako biti u doglednoj

budućnosti, jer je finansijska snaga penzionog fonda i osiguravajućih organizacija zanemarljiva, dok investicioni fondovi praktično ne postoje. . Da bi se javila u ulozi aktera na finansijskom tržištu, naša preduzeća će uporedo sa procesom privatizacije morati da sprovode i proces njihovog prestrukturiranja , kako bi ista bila osposobljena za tržišnu utakmicu na svetskom tržištu. Kao nužna karika u funkcionisanju našeg finansijskog tržišta javljaju se brokersko-dilerske kuće, kao specijalizovane posredničke finansijske organizacije. Dilersko-brokerske poslove u sadašnjim uslovima kod nas obavljaju ili posebni organizacioni delovi poslovnih banaka ili posebno organizovane brokersko-dilerske kuće. S obzirom da je njihova uloga nezamenljiva, poželjno je da postoji što veći broj ovih učesnika, jer će jedino putem njihove međusobne konkurencije doći do poboljšanja kvaliteta usluga koje pružaju. Drugi krucijalni element za funkcionisanje svakog, pa i našeg finansijskog tržišta, je postojanje zadovoljavajuće strukture tržišnog materijala. Instrumenti sa dominantnim učešćem na našem tržištu su kratkoročne hartije od vrednosti, što je sasvim logično s obzirom na našu ekonomsku stvarnost. Trgovanje dugoročnim instrumentima se još uvek nalazi u inicijalnoj fazi, tako da o nekoj efikasnosti tržišta ne možemo govoriti. U svakom slučaju osnovni indikator razvijenosti finansijskog tržišta kod nas je dostignuti nivo razvijenosti berzanske trgovine.

Ocene postojećeg stanja prezentirane su u zaključnom delu rada zajedno za predlozima za rešavanje konkretnih problema, gde je istaknuto da postoji jaka korelaciona veza između dostignutog stepena razvoja privrednog sistema, s jedne, i finansijskog tržišta, s druge strane, uz naglasak da je za njegov uspešan razvoj neophodno koristiti iskustva drugih zemalja sa konkretnom aplikacijom na naš ekonomski milje, uz uvažavanje ciljeva ekonomske politike.

Tokom višegodišnjeg rada na ovoj problematici korišćena su dva metoda istraživanja:

- analitički metod i
- istorijsko-deskriptivni metod.

Analitički metod omogućio je da se iz vrlo kompleksne problematike finansijskih tržišta izdvoji i ispita uloga i značaj svakog pojedinačnog elementa ove složene celine, dok je istorijsko-deskriptivni metod omogućio hronološko praćenje i prikaz kretanja osnovnih indikatora i glavnih trendova vezanih za finansijsko tržište i svaki njegov segment.

## **PRVI DEO**

### **1. MESTO I ULOGA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U NACIONALNOJ EKONOMIJI**

Poslednjih nekoliko decenija ovog veka karakteriše intenzivan rast i razvoj finansijskih tržišta širom sveta, kako u pogledu broja i veličine, tako i u pogledu vrednosti transakcija. Razvijenost finansijskih tržišta je neravnomerna i visoko korelirana sa ukupnim ekonomskim razvojem i distribucijom ekonomske moći i bogatstva u svetu. Tržišna ekonomija, odnosno svaka ekonomija koja pretenduje da to bude, podrazumeva egzistenciju i efikasno funkcionisanje, kako tržišta roba i usluga, tako i tržišta faktora proizvodnje, tj. tržišta rada i tržišta kapitala. Stoga je finansijsko tržište, kao integralni deo tržišta faktora proizvodnje, nezaobilazan atribut i pretpostavka tržišne ekonomije. Prema tome, tamo gde finansijsko tržište ne postoji, dilema da li je ono i u kojoj meri potrebno je veštačka i potpuno iracionalna.

### ***1.1. Privredni sistem kao ambijent za nastanak i razvoj finansijskog tržišta***

U savremenom svetu nivo i kvalitet razvijenosti ukupne ekonomije meri se razvijenošću finansijskog tržišta. Da je to tako vidimo iz činjenice da je promet na finansijskim tržištima ( portfolio transakcije ) nekoliko, pa i desetina puta veći od vrednosti međunarodne trgovine roba i usluga. Finansijsko tržište predstavlja suštinsku odrednicu finansijskog sistema svake zemlje. Njegov nivo i kvalitet determinisani su ukupnom ekonomskom i finansijskom situacijom konkretne nacionalne ekonomije. Funkcije koje finansijsko tržište vrši daju mu značaj segmenta ekonomskog sistema, ravnopravnog sa tržištem proizvoda i tržištem faktora proizvodnje.<sup>1</sup>

Jedan od bitnih elemenata koji pozitivno utiče na privredni razvoj ili isti sputava jeste privredni sistem. On određuje ambijent u kome se jedna privreda razvija u određenoj fazi. Naime, privredni sistem može da stvori prostor i klimu u kome će se privreda razvijati, ali isto tako može biti prepreka i kočnica bržem privrednom razvoju, a u nekim slučajevima zbog nekonzistentnosti privrednog sistema, nacionalna privreda može da zapadne u velike teškoće. Potenciranje značaja privrednog sistema proizilazi iz same njegove definicije. Najšire, privredni sistem se definiše kao ekonomski odnos kojim se regulišu tokovi reprodukcije, odakle proizilazi da karakter privrednog sistema određuje i karakter društvenog sistema u celini. Konkretnije posmatrano privredni sistem predstavlja skup institucija i mehanizama kojima se, relativno trajno, na duži rok reguliše proces društvene reprodukcije. Privredni ili ekonomski sistem je konkretan izraz celine društveno-ekonomskih odnosa, koji preovlađuju u jednoj zemlji u određenom vremenskom razdoblju.<sup>2</sup> U tom smislu, on obuhvata ključne društveno-ekonomske institucije i principe, na kojima su zasnovani funkcionisanje i razvoj jedne privrede. Čine ga sve one političke, ekonomske i socijalne institucije, organizacioni oblici, zakonski propisi i pravila, običajne norme i shvatanja, tradicija i verovanja, vrednosti i ponašanja, koji u interakciji direktno ili indirektno deluju na privrednu aktivnost i njene rezultate. Prema tome, to je u skladu sa društvenim preferencijama konstituisani institucionalni okvir ostvarivanja ukupne društvene reprodukcije (proizvodnje, raspodele, razmene i potrošnje) u okviru datog prostora i vremena. Tu se podrazumevaju načini, metode i sredstva privređivanja, koordinacioni mehanizmi, informacije i odlučivanje, koji odlučujuće determinišu konkretan oblik organizovanja i funkcionisanja svake privrede. Shodno tome, privredni sistem praktično se javlja kao

---

<sup>1</sup> Peter S. Rose, Money and Capital Markets, Homewood, 1989., str. 9

<sup>2</sup> Marsenić Dragutin, Ekonomika Jugoslavije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1994., str.331

određeni obrazac ( način i postupak ) rešavanja bazičnih ekonomskih zadataka - šta, kako, gde, kada, po kojoj ceni, koliko i za koga proizvoditi. U skladu sa napred navedenim konstatacijama možemo rezimirati da se pod privrednim sistemom podrazumeva celokupnost ekonomskih odnosa sa osnovnim mehanizmom, institucijama, organizacionim oblicima, instrumentima i merama kojima se reguliše privredni život određene zemlje u izvesnom vremenskom periodu.

Realni privredni sistem ( onaj koji funkcioniše u stvarnosti ) nužno ne odgovara normativnom ( koji je sadržan u zakonskim propisima ) i teorijskom ( koji je prezentiran u najvažnijim programskim dokumentima društva ), štaviše, često je u raskoraku sa njima. Ovaj raskorak između normativnog i stvarnog privrednog sistema negativno se odražava na ekonomsku efikasnost i razvojne rezultate istog. U zavisnosti od svojih ekonomskih i neekonomskih efekata privredni sistem je kao institucionalni okvir privređivanja podložan promenama tokom vremena: menja se sistem ekonomske motivacije, karakter i zastupljenost različitih oblika svojine i vlasničkih prava, raspodela moći odlučivanja i struktura informacija; menjaju se obeležja privrednih subjekata, doživljava promene način regulisanja ekonomskih odnosa sa inostranstvom, uloga države u privređivanju, pravna regulativa i neformalna pravila poslovanja, itd. Ovim promenama nužno se izazivaju raznovrsni društveni konflikti, te je izmena karaktera i funkcionisanja privrednog sistema uvek praćena snažnim uticajem političkog sistema. Suštinske promene privrednog sistema vrše se putem onih institucionalnih zahvata, koji znače radikalnu izmenu, a ne marginalno prilagođavanje unutar postojećeg sistema.

Iz napred rečenog vidljivo je da privredni sistem nije jednoznačna, već višedimenzionalna kategorija. On ima više komponenti u svom sastavu, na osnovu kojih se i razlikuju privredni sistemi od jedne do druge države<sup>3</sup>. Te komponente mogu se različito grupisati, ali se uglavnom svode na:

- a) dominirajući oblik svojine nad sredstvima za proizvodnju,
- b) sistem upravljanja privredom i donošenja odluka,
- c) sistem proširene reprodukcije ( odnosi u raspodeli, sistem prikupljanja akumulacije, njenog plasmana, alokacija investicija, i sl. ) i
- d) metode i mehanizmi koordinacije u povezivanju ekonomskih subjekata i regulisanju njihovih međusobnih odnosa.

Sve ove komponente privrednog sistema, takođe, su složeni fenomeni sa nizom svojih podsistema. Prve dve komponente teže su podložne promenama, jer se po njima prepoznaju karakteristike društvenog sistema u celini. Po pravilu, danas se privredni sistemi međusobno razlikuju po funkcijama koje država u njima ima i vrši<sup>4</sup>. Iz ovoga jasno proizilazi da privredni sistem svake zemlje predstavlja ambijent za nastanak i razvoj njenog finansijskog tržišta.

## ***1.2. Svojinski pluralizam - osnovna pretpostavka egzistencije finansijskog tržišta***

Vlasništvo predstavljaju odnosi među ljudima po osnovu raspolaganja, iskorišćavanja i prisvajanja određenih sredstava. To je osnovni društveni odnos, koji se zasniva na četiri osnovne funkcije:

---

<sup>3</sup> Aranđelović Zoran, *Ekonomika Jugoslavije u novim uslovima*, ECPD, Beograd, 1995., str. 121

<sup>4</sup> Marsenić Dragutin, *Ekonomika Jugoslavije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1994, str. 153

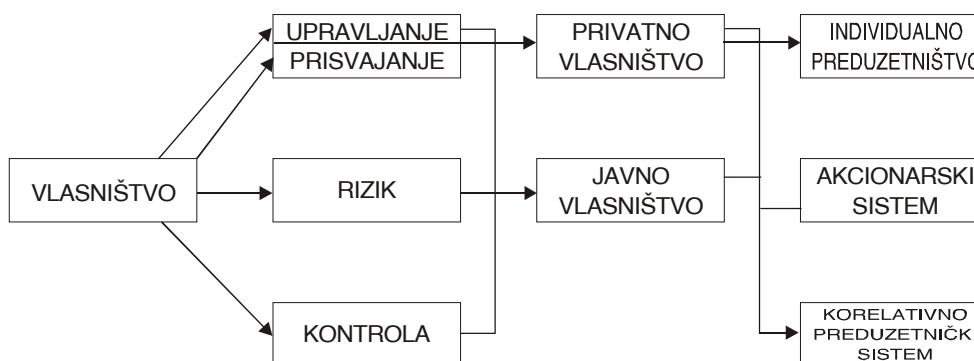
- a) *Funkcija upravljanja* - odnosi se na upravljanje sredstvima od strane određenog fizičkog ili pravnog lica. Ova funkcija implicira odnos prema rezultatima rada i njihovu raspodelu;
- b) *Funkcija prisvajanja* - pokazuje ko prisvaja rezultate rada nad sredstvima u vlasništvu određenih lica. Istovremeno određuje funkciju raspodele, a samim tim i funkciju razvoja;
- c) *Funkcija rizika* - odnosi se na brojne vrste rizika kojima je izložen vlasnik sredstava u periodu raspolaganja i upravljanja. Najprisutnije su sledeće vrste rizika: rizik neizvršenja novčanih obaveza, kamatni rizik, tržišni rizik, rizik upravljanja, rizik kupovne moći, politički rizik, rizik utrživosti, rizik opozivosti, rizik konvertibilnosti, itd.;
- d) *Funkcija nadzora* - pokazuje na koji način se vrši kontrola procesa društvene reprodukcije, kao i subjekte kontrole.

U stvarnosti razlikuju se pravni i ekonomski sadržaj vlasništva. Pravni se odnosi na upravljanje i nadzor, a ekonomski na prisvajanje i preuzimanje rizika.<sup>5</sup> U praksi postoji slučaj da je neko pravni vlasnik, ali da ne koristi rezultate vlasništva, što znači da on nije ekonomski vlasnik. S druge strane, neko može koristiti ekonomske rezultate, a da pri tome nije pravni vlasnik.

Osnovni tipovi vlasništva su:

- a) *Privatno vlasništvo* zasnovano na individualnom ili udruženom individualnom vlasništvu-akcionarstvu, i
- b) *Javno vlasništvo* zasnovano na kolektivnom ili državnom vlasništvu.

Pored ova dva tipična oblika vlasništva, postoji i izvestan oblik "mešovitog" vlasništva, koje se javlja kao kooperativno ili zadružno vlasništvo.



Shema 1. Funkcije i tipologija vlasništva

Iz ove sheme se vidi da savremene tržišne privrede odlikuju tri osnovna tipa vlasništva:

- a) Individualno-preduzetnički sistem ( slobodno-konkurentni, privatno-vlasnički),
- b) Kolektivno-preduzetnički sistem ( društveni, javni, ograničeno-konkurentski, akcionarski ) i
- c) Korporativno-preduzetnički sistem ( ograničeno-konkurentski, državno regulisani).

Osnovni cilj privatizacije, tj. svojinskog prestrukturiranja je uvođenje tržišnog sistema zasnovanog na konkurentskom tržištu i porast konkurencije efikasnih preduzeća,

<sup>5</sup> S. Komazec i Ž. Ristić, *Finansijska tržišta i berze*, Čigoja, Beograd, 1996., str. 361

uz povećanje opšte efikasnosti sistema, tj. povećanje ekonomske efikasnosti, brži izlazak iz krize ili sprečavanje ulaska u krizu i opštu neefikasnost sistema. Često se privatizacija identifikuje sa programom prestrukturiranja, tako da ona u razvijenim privredama obuhvata: a) razvoj tržišnih struktura, b) deregulaciju i značajnije delovanje svih tržišta, c) funkcionisanje tržišta kapitala, d) prodaju javnih preduzeća privatnom kapitalu, e) povećanje efikasnosti privrede, itd.

Kapitalistički društveno-ekonomski poredak je do početka Velike svetske ekonomske krize ( 1929-1933. ) bio tipično individualno-preduzetnički sistem sa dominantnom privatnom svojinom, sa svim institucijama klasičnog liberalizma. Ovako ustrojen sistem nije mogao da opstane, tako da je izlazak iz krize ponudio državni intervencionizam kejnzijanske ekonomije sa brojnim funkcijama, sredstvima i instrumentima ekonomske politike. Kao rezultat ovih promena javlja se snažan prodor države u sve grane privrede, sa dominantnim učešćem u nekim od njih. Neželjena posledica ovih promena je ugrožavanje privatno-kapitalističkog interesa, profitnog motiva i već osamostaljenog nacionalnog i međunarodnog finansijskog kapitala.

Iz napred navedenih razloga u razvijenim kapitalističkim privredama, danas se odvijaju određeni procesi koji dovode do velikih strukturnih promena u funkcionisanju ovog sistema:<sup>6</sup>

- 1) Prodaja državne imovine, denacionalizacija kroz prodaju državnih akcija, ponuda akcija privatnom sektoru, uz smanjenje učešća javnog sektora u privredi;
- 2) Liberalizacija i deregulacija privrede i formiranje nove industrijske politike prestrukturisanja, koja povećava konkurenciju ( kao jednom od osnovnih ciljeva privatizacije), uz "novu državu blagostanja" sa ograničenim dometima i funkcijama ( u uslovima tercijalizacije i kvartalizacione privredne strukture);
- 3) Državno podržavanje u organizovanju i finansiranju privatnih aktivnosti u cilju bolje konkurencije sa javnim sektorom, uz redukciju brojnih funkcija države blagostanja;
- 4) Smanjenje budžetskog deficita i državne intervencije u privredi, kao direktan potez protiv širenja javnog sektora. Smanjivanje ili ukidanje subvencija i drugih oblika državne intervencije, te povećanje budžetskih prihoda, prodajom javne imovine (ozdravljenje javnih finansija),<sup>7</sup> istovremeno je praćeno smanjenjem poreskog tereta preduzetničkom kapitalu;
- 5) Podsticanje širenja "narodnog kapitalizma" kroz prelazak javne svojine u ruke što većeg broja građana (V.Britanija, SAD, Japan, Francuska, Italija);
- 6) Privatni sektor, opšte je prihvaćen stav u ovim privredama, efikasniji je, preduzetniji, pod isključivo motivom profita, a time i konkurentniji.

Talas reprivatizacije su pokrenule desno orijentisane neokonzervativne vlade i krupni kapital na Zapadu, što predstavlja osnovni otpor socijalnoj funkciji države, suprotstavljanje interesima širokih socijalno ugroženih slojeva stanovništva, koji su bez kapitala, ali i daljem širenju javnog sektora i preraspodelama u korist zaposlenih i javnih funkcija, na štetu kapitala. U državnom ekonomskom intervencionizmu istovremeno je prisutna latentna opasnost od ubrzanja inflatorne spirale, što dovodi do pada profitabilnih ulaganja, profita, štednje i stope rasta - odvođeci ekonomiju u recesiju.

---

<sup>6</sup> Slobodan Komazec, Žarko Ristić, op. Cit., str. 377

<sup>7</sup> U Velikoj Britaniji je proces privatizacije doneo državnom budžetu preko 30 milijardi funti, i to: prodajom 900 hiljada stanova iz javnog sektora u privredi za 8 milijardi funti, British Telecoma za 9 milijardi, Gas za 5,6 milijardi, British Petroleum za 7,2 milijardi funti, itd.

Paralelno sa ovim neželjenim pojavama dolazi do prave finansijske revolucije, eksplozije i nestabilnosti finansijskih tržišta, tj. dolazi do pojave tzv. “efekta istiskivanja”.<sup>8</sup> Prema tome, privatizacija je samo jedan od načina deetatizacije privrednog života (pored deregulacije tržišta rada i kapitala), uz insistiranje na većoj rentabilnosti javnog sektora.

Efekti privatizacije u razvijenim ekonomijama ogledaju se u promenama u razvoju tzv. “ekonomije učešća” vodećih kapitalističkih država. Ove promene odnose se na učešće u profitu i na učešće u vlasništvu. U Velikoj Britaniji je sistemom učešća u profitu obuhvaćeno 16% zaposlenih, u SAD oko 15%, dok je u Japanu učešće zaposlenih u profitu daleko šire razvijeno. Osnovni oblik učešća u vlasništvu je davanje akcija kompanije svojim uposlenicima, što dovodi do dodatne mobilizacije lične štednje zaposlenih u osiguravanju trajnog kapitala korporacija. Tako je u SAD u 1982.godini bilo 6.000 firmi koje su razvile ovaj sistem učešća, a u 1990.godini to već isnosi 10.000 firmi, tako da se broj zaposlenih akcionara povećao sa 4,2 miliona na preko 12 miliona zaposlenih.<sup>9</sup> Najveći broj ovih akcija je bez prava glasa, tako da je upravljanje kapitalom ostalo izvan domena zaposlenih. Učešće akcija sa pravom glasa koje se nalaze u vlasništvu zaposlenih radnika kod 5-6% kompanija je gotovo marginalno, jer iznosi svega oko 1% akcionarskog kapitala.<sup>10</sup>

U procesu privatizacije državnih preduzeća država, najčešće, zadržava od 25-60% svojine nad privatizovanim preduzećem, sa osnovnim ciljem očuvanja interesa države uz zadržavanje minimalne kontrole nad tim preduzećem.

Kada je reč o bivšim socijalističkim zemljama, gotovo sve države Istočne Evrope krenule su u proces privatizacije. Početni rezultati zamenjeni su rezignacijom, tj. sve većim rezervama u moć i domete privatizacije u ozdravljenju bolesnih privreda. Prelaz iz realnog socijalizma u realni kapitalizam pokazao se lakšim kao idejno opredeljenje, nego kao stvarni proces. Naime, u ovim zemljama došlo je samo do mehaničke zamene vlasnika, bez dodatnog kapitala i bez ugrađene razvojne komponente.

Stanje u privredi, državi i društvu, kao opšti ambijent u kome se odvija proces privatizacije u kapitalističkim i socijalističkim zemljama, potpuno su različiti. Kapitalističke zemlje imaju snažnu pravnu državu, odgovornu vladu, efikasnu administraciju, razvijeno finansijsko tržište, raspoloživi kapital-štednju, razvijen bankarski i finansijski sistem, itd., što sve nemaju bivše socijalističke države. U tom smislu kao rezultat privatizacije u ovim državama javljaju se brojni problemi. Jedan od njih ogleda se u tome što već privatizovana preduzeća ostvaruju vrlo nisku profitnu stopu, tj. nizak stepen efikasnosti, tako da je doprinos investicijama, kapitalu i razvoju gotovo simboličan. Drugi problem ogleda se u tome da postoji ogroman raskorak između ponude i tražnje za akcijama. Npr. Poljska je odlučila da privatizuje 7.000 preduzeća, koja su stvarala 80% društvenog proizvoda (procenjena vrednost je oko 100 milijardi dolara). S druge strane, građani su raspolagali sa svega 4 milijarde dolara štednje i prosečnom platom od 130 dolara. Iz ovoga proizilazi da je problem prodaje nepremostiv usled akutnog nedostatka kapitala, tako da su unutrašnji faktori primarni ograničavajući problem efikasne privatizacije. Sledeći, ali ne manje značajan problem je enormni rast nezaposlenosti i socijalno raslojavanje društva ( npr. u Poljskoj je samo tokom 1990.godine bez posla ostalo preko milion do tada zaposlenih). Ovaj problem, za sada, ostaje bez adekvatnih rešenja. Paralelno sa ovim neželjenim posledicama, proces privatizacije praćen je istovremenim padom proizvodnje i rastom inflacije, tako da je recesija zahvatila sve grane

---

<sup>8</sup> “Efekat istiskivanja” u stvari znači da država povećanjem kamatne stope na tržištu kapitala svojim hartijama od vrednosti (obveznice) privlači slobodan kapital za pokriće budžetskog deficita ili redovnih javnih rashoda, što automatski smanjuje mogućnosti investiranja u privatne investicije.

<sup>9</sup> Business Week, 17.05.1990., str. 118

<sup>10</sup> Harvard Business Review, September-Oktober, 1987., str. 127-128

i delatnosti. Navedeni problemi, bez obzira na specifičnost svake zemlje, imaju gotovo univerzalni karakter, tj. prisutni su u svim privredama, tako da se sve bivše socijalističke zemlje nalaze pred delikatnim pitanjem: u kom pravcu nastaviti započeti proces svojinske transformacije, koji bi rezultirao unapređenjem efikasnosti privrede?

### ***1.3. Uticaj oporezivanja na poslovanje finansijskog tržišta***

Poreskom politikom može se značajno stimulisati, odnosno destimulisati razvoj finansijskog tržišta. Da bi se videlo u kom pravcu deluje fiskalna politika najpre treba videti koje fiskalne instrumente koristi država i na koje hartije od vrednosti oni deluju. Polazni stav koji se ističe u teoriji je postojanje neutralnog poreskog sistema na odluke o finansijskoj politici korporacija. Naime, ne bi trebalo da postoji poreski podsticaj jednom obliku finansiranja investicija na račun drugih.<sup>11</sup> Ovakva fiskalna neutralnost postojala bi kada bi dobit korporacija pre oporezivanja omogućavao da krajnji investitori dobiju, nakon oporezivanja, istu sumu neto prinosa bez obzira na njegov oblik ( kamata, dividenda ili kapitalni dobitak ). Ovaj slučaj jedino bi se mogao postići uvođenjem jedinstvenog proporcionalnog poreza na celokupnu dobit korporacija i na prihode od kamata, pri čemu bi dividende i kapitalni dobiti morali ostati neoporezovani. Ovakav poreski sistem omogućio bi da ukupna dobit korporacije i kamate budu samo jednom pogođene ( oporezovane ).

Međutim, u praksi se susreću različiti modaliteti oporezivanja. Uobičajen fiskalni sistem podrazumeva oporezivanje dobiti korporacija i dividendi u punom iznosu, oporezivanje kapitalnih dobitaka po nižoj stopi i delimično oporezivanje kamata, što rezultira pojavom dvostrukog oporezivanja.<sup>12</sup> Posledica ovako uređenog fiskalnog sistema je, s jedne strane, favorizovanje finansiranja putem kredita, jer kamate imaju tretman troškova, pa predstavljaju odbitnu stavku od poreske osnovice, dok prihodi od kamata podležu nižoj poreskoj stopi ili su potpuno oslobođeni od plaćanja poreza. S druge strane, ulaganja vlastitog (sopstvenog) kapitala su diskriminisana, jer dividenda kao njihov prinos uvek podleže oporezivanju. Imajući sve ovo u vidu, porez na dobit korporacija bi mogao da stimuliše korporacije da se preterano oslanjaju na kredit kao izvor finansiranja.<sup>13</sup> Zbirni teret poreza na dobit korporacija i poreza na dohodak građana ( po osnovu dividendi ) veći je od poreskog tereta na akumulisane dobitke, tako da korporacije imaju veći interes da dobit zadržavaju u svojim fondovima a da je ne raspodeljuju akcionarima. Povećana sklonost akumulisanja dobitka izaziva tzv. efekat zatvaranja ( lock-in efekat ).<sup>14</sup>

Svi oblici preduzeća nisu poreski obveznici poreza na dobit korporacija (komanditna preduzeća, inokosna preduzeća), tako da njihovi vlasnici plaćaju na ostvarenu dobit samo porez na dohodak građana, što znači da neće osetiti negativna dejstva dvostrukog oporezivanja. Otuda se u praksi može javiti tendencija izbegavanja inkorporisanja.

Dvostruko oporezivanje dovodi do suboptimalnosti u alokaciji resursa što implicira u smanjenju investicija, jer je obim investicija manji od optimalnog usled porasta cene kapitala. Zbog neefikasnosti u alokaciji resursa mnoge države uvode razne mere radi smanjenja ili otklanjanja dvostrukog oporezivanja. Set tih mera poznat je pod nazivom poreska integracija, koja se može sprovoditi na nivou korporacije i na nivou akcionara.

---

<sup>11</sup> Taxing Profits in a Global Economy, OECD, Paris, 1991., str. 25

<sup>12</sup> Grupa autora, Zbornik:Finansijsko tržište Jugoslavije, Ekonomski institut, Beograd, 1993., str. 223

<sup>13</sup> Dejan Popović, Porez na dobit korporacija, Ekonomski institut, Beograd, 1991., str.35

<sup>14</sup> Don Fullerton, Thomas King, John Shoven, John Whalley, Corporate Tax integration in the United States: A General Equilibrium Approach, The American Economic Review, 1981., str. 677



Poreska integracija na nivou korporacije sprovodi se primenom dva metoda (metod dvojnih stopa i metod odbijanja dividendi). Prvi metod primenjuje se još samo u Nemačkoj i to u kombinaciji sa metodom imputacije, koji se sprovodi na nivou akcionara. Suština ovog metoda ogleda se u tome da se raspodeljeni deo profita oporezuje nižom, a neraspodeljeni višom stopom poreza na dobit korporacija. Metod odbijanja dividendi primenjuje se u Grčkoj i Norveškoj. Njegova osnovna karakteristika je ta što se korporacijama dozvoljava da, pri utvrđivanju osnovice poreza na dobit korporacija, mogu odbiti deo isplaćenih dividendi.

Znatno rasprostranjeniji su metodi poreske integracije na nivou akcionara. Ovde, takođe, egzistiraju dva metoda: metod imputacije i metod olakšice za akcionare.

Danas je najrasprostranjeniji metod imputacije (Velika Britanija, Francuska, Nemačka, Australija, Irska, Italija, Novi Zeland, Finska, Turska, itd.). Sastoji se iz tri faze. U prvoj fazi se na nivou korporacije uvodi porez na celokupnu dobit korporacije. Druga faza odvija se na nivou akcionara, gde se prihodi od dividendi uključuju u dohodak koji podleže oporezivanju. U trećoj fazi akcionarima se utvrđuje porez na dohodak građana primenom progresivnih stopa, uz odobrenje kredita na ime poreza na dobit korporacija, koji su prethodno imputirali na svoje dividende.

Metod olakšice za akcionare primenjuje se u Japanu, Kanadi, Austriji, Danskoj, Portugaliji i Španiji. Postupak se sastoji u sledećem: akcionar se, bez obzira da li je porez na dobit korporacija naplaćen ili ne, omogućuje da primljene dividende može uključiti u osnovicu poreza na dohodak građana u procentu koji je manji od 100%. Zahvaljujući primeni ovih metoda nepovoljna dejstva dvostrukog oporezivanja su ublažena, ali ne i do kraja eliminisana.

Takođe, je značajno pitanje oporezivanja kapitalnih dobitaka od prodaje hartija od vrednosti. Kapitalni dobitak predstavlja pozitivnu razliku između prodajne cene određenih stvari i njihove revalorizovane vrednosti na dan prodaje. U ekonomskoj i finansijskoj literaturi navode se različiti razlozi zbog kojih treba pristupiti oporezivanju ove vrste prihoda. Primarni razlog je taj što kapitalni dobitak predstavlja porast ekonomske snage poreskog obveznika, tako da načelo pravičnosti nalaže njegovo oporezivanje. Drugi značajan argument je ekonomska efikasnost. Naime, u odsustvu ovog poreza, poreski obveznik bi mogao više ulagati u investicije koje obezbeđuju prirast vrednosti kapitala, nego u one koje bi dovodile do porasta prihoda. S druge strane, ako bi se kapitalni dobitak oporezivao po istoj (progresivnoj) stopi kao i ostale vrste dohodaka, efikasnost bi posebno bila pogođena u uslovima kada se dobitak realizuje po isteku više godina, u kojima je poprimio značajne razmere.<sup>15</sup>

Ne manje značajno pitanje koje se nameće pri oporezivanju kapitalnog dobitka je da li treba praviti razliku u poreskom tretmanu između kratkoročnih i dugoročnih kapitalnih dobitaka. U različitim poreskim sistemima nalazimo različite odgovore. U SAD, V. Britaniji i Kanadi ne pravi se nikakva razlika između ove dve vrste dobitaka, u Austriji i Nemačkoj oporezivanju podležu samo kratkoročni ali ne i dugoročni kapitalni dobitci, dok u većini ostalih zemalja vrši se oporezivanje i jedne i druge vrste kapitalnih dobitaka, pri čemu se dugoročnim kapitalnim dobitcima pruža povoljniji poreski tretman (oporezuju se po nižoj stopi, u potpunosti se ne uključuju u poresku osnovicu, itd.).

Dividende se uz odgovarajuće olakšice redovno oporezuju kao deo dohotka u svim evropskim zemljama, sa izuzetkom Danske i Belgije, koje ih od nedavno oporezuju posebnim cedularnim porezom.<sup>16</sup> S druge strane, praksa u pogledu oporezivanja kamata je neujednačenija među zemljama članicama OECD-a. Oponenti oporezivanja kamata ističu da ova vrsta poreza smanjuje sklonost ka štednji. U pojedinim državama predviđena su

---

<sup>15</sup> Taxation of Net Wealth, Capital Transfers and Capital Gains of Individuals, OECD, Paris, 1988., str.122

<sup>16</sup> The Role of Tax Reform in Central and Eastern European Economies, OECD, Paris, 1991., str. 290

oslobođenja određenih iznosa prihoda od kamata ( Francuska, Holandija, Norveška), ili olakšice za kamate na obveznice javnog zajma ( Austrija, Grčka, Irska Luksemburg, Novi Zeland, Portugalija, SAD).<sup>17</sup> Nadalje, poreski tretman ulaganja u akcije i obveznice dovodi do stimulisanja, odnosno destimulisanja investicija u ove oblike aktive. Ukoliko ova ulaganja imaju status standardnih, tj. nestandardnih odbitaka od poreske osnovice, to će sigurno implicirati u povećanju ulaganja u akcije i obveznice, i obrnuto.

Sa stanovišta oporezivanja sekundarnog finansijskog tržišta relevantan je porez na promet usluga. Komparacija fiskalnih tretmana berzanskih transakcija ukazuje da su one predmet oporezivanja u malom broju država. Od svih zemalja Evropske unije ovaj porez koriste samo četiri zemlje (Francuska, Danska, Belgija i Nemačka) i to u vidu posebnog poreza na kapitalne transakcije. Udeo prihoda od ovih poreza u ukupnim fiskalnim приходima je marginalan, tj. kreće se između 0,12% i 0,15%.<sup>18</sup> Prema tome, fiskalna politika u velikoj meri determiniše funkcionisanje i razvoj finansijskog tržišta bilo koje zemlje.

#### ***1.4. Znanje u funkciji razvoja finansijskog tržišta***

U današnjim uslovima privređivanja efikasnost proizvodnje u nekoj zemlji je u najdirektnijoj korelacionoj vezi sa strategijom ulaganja u znanje, istraživanje i razvoj, tj. obrazovanje. Direktna korelacija između obrazovanja u inovativnom smislu te reči, tj. obrazovanja shvaćenog kao sistem efikasnog osposobljavanja individue za samostalan rad i kritičko razmišljanje i stvaralačko delovanje, s jedne, i privrednog razvoja, s druge strane, već duže vreme nije sporna.<sup>19</sup> U poslednjoj trećini XX veka ova korelacija dobija karakter opšte važećeg postulata oko koga nema sporenja među ekonomistima.

Afirmacijom znanja u smislu prvorazrednog razvojnog činioca bačeno je novo svetlo na kompleks obrazovanja. U uslovima kada se privredni razvoj sve više temelji na akumuliranom znanju, osnovna determinanta sticanja određenih prednosti u složenim odnosima međunarodne razmene roba, usluga i kapitala postaje pokazatelj brzine kojom neka zemlja uspeva da razvije svoju nauku, tj. obrazovni sistem. Samo sa visokim kvalitetom obrazovanja moguće je brže koračati u budućnost, koja je zbog dinamike nastalih promena u privredi i društvu u principu sve neizvesnija, a za one koji nisu u stanju da se pravovremeno prilagođavaju suštinskim naučnim i tehnološkim promenama u sve turbulentnijem okruženju, gotovo i fatalistički obojena.

Zato, znanje postaje faktor proizvodnje, pa tradicionalni resursi-zemljište, radna snaga i kapital postaju od sekundarnog značaja, jer se mogu lako pribaviti ako se poseduje znanje.<sup>20</sup> Znanje će u novom društvu postati strateški izvor moći i bogatstva, uz istovremeno stvaranje društvene grupacije kao korisnika znanja, tj. osoba sposobnih da stave sublimirano znanje u funkciji poslovne aktivnosti i uspeha, uz punu odgovornost za primenu tog znanja. Visoko razvijena proizvodna tehnologija zahteva sve značajniju stručnost kadrova, jer uvođenje mašina nove tehnologije postaje sve učestalije, tako da se primena te tehnologije razvija kroz mreže koje obuhvataju čitave oblasti primene, a uslovljena je posedovanjem visoko kvalifikovane, fleksibilne, kooperativne i svesne radne snage.

Svetka iskustva pokazuju da se u fokusu neverovatnog privrednog buma nalazi čovek (humani kapital) sa svim svojim fizičkim i mentalnim osobinama, ali i sa svojim

<sup>17</sup> Personal Income Tax System under Changing Economic Conditions, OECD, Paris, 1986., str. 32-33

<sup>18</sup> Revenue Statistics of OECD Member Countries 1965-1989, OECD, Paris, 1990., str. 104

<sup>19</sup> Slobodan Cvetanović, Teorija i politika privrednog razvoja, Prosveta, Niš, 1999., str.98

<sup>20</sup> Peter Drucker, Postkapitalističko društvo, Privredni pregled, Beograd, 1995. str. 46

tradicijom. Da bi se čovek mogao uključiti u obrazovni proces, da bi mogao opstati i egzistirati kao proizvođač, mora posedovati, pored fizičkih i određena intelektualna svojstva. Ovde ubrajamo znanje, stručnost i određene veštine za obavljanje poslova i radnih zadataka. Kako je razvoj proizvodnih snaga u današnjim uslovima sve više postao zavistan od napretka nauke, njena tehnološka primena zavisice od nivoa znanja i kvalifikacionog sastava radne snage. Jedino se putem obrazovanja može izgraditi to unutrašnje svojstvo ličnosti, tj. pripremiti ga za njegovo spajanje sa drugim komponentama proizvodnih snaga. Efikasnost investicija u intelektualni faktor proizvodnje, tj. kadrove, prema procenama je tri do četiri puta veća od ulaganja u materijalne faktore proizvodnje. Postoje tvrdnje da rentabilnost ulaganja u kadrove prevazilazi nivo rentabilnosti ulaganja u materijalne činioce razvoja, tako da se taj odnos uspostavlja negde na visini od 3,5 : 1 u korist kadrova.<sup>21</sup> U tom smislu kadrovi imaju stratešku ulogu u razvoju. Naime, oni igraju značajnu ulogu u stvaranju i kreiranju kvalitativnih i kvantitativnih intenzivnih obeležja ekonomskog i društvenog razvoja. Intelektualni faktor često označava najopštiji pojam tzv. nematerijalne proizvodne akumulacije. Ekonomski efekti od ljudskih faktora dolaze putem utilizacije osnovnih komponenti ljudskih resursa. Zato je radni faktor osnova nacionalnog bogatstva, dok su svi ostali faktori samo pasivni agenti proizvodnje.<sup>22</sup>

Bogatstvom u kadrovima objašnjavaju se dostignuti nivoi razvijenosti, razlike u stopama privrednog rasta, sposobnosti društva za kreiranje realne akumulacije i tehničkog progresu. Obrazovna ličnost je argument, amblem i simbol društva znanja.<sup>23</sup> Obrazovna ličnost sutrašnjice jeste stručno pripremljena ličnost za život u globalnom svetu.

Fundamentalni principi moderne edukacije jesu:<sup>24</sup> fleksibilnost, savremenost, interdisciplinarnost, praktičnost, individualnost, tržišnost i implementacija. *Princip fleksibilnosti* implicira razvijanje sposobnosti kod ljudi za praćenje promena, jer su promene jedina "konstanta" u biznisu i ekonomiji. *Princip savremenosti* podrazumeva nova znanja koja proizilaze iz megatrendova razvoja: misli globalno radi lokalno. *Princip interdisciplinarnosti* reflektuje sticanje znanja i savladavanje veština iz različitih oblasti i naučnih disciplina. *Princip praktičnosti* inkorporira znanja koja razvijaju sposobnost za brzo uočavanje problema i efikasno rešavanje praktičnih pitanja po logici: teorija je najbolja praksa. *Princip individualizma* reprezentuje razvijanje sposobnosti kod ljudi da upravljaju svojom slobodom i da preuzimaju odgovornost za sebe i svoje ponašanje. *Princip tržišnosti* nominuje proces povećanja stepena slobode kod kadrova koji se obrazuju u pogledu izbora predmeta, profesora, naučne oblasti i profesionalne aktivnosti. *Princip implementacije* inkorporira sticanje znanja kroz upoznavanje prakse. Ovi edukativni principi podrazumevaju operativna pravila i sistem vrednosti u vidu inovativnosti i preduzimljivosti, moralnosti, profesionalnosti, pobedničkog mentaliteta i orijentisanosti na porodicu.

Nauka i obrazovanje postaju opšti supstrat koji povezuje savremena društva, privrede i kulture, redefinišući postojeće granice između civilizacija i stvaralaštva. Prema tome, ko štedi u sredstvima za nauku i obrazovanje zakida sam sebi od budućnosti.

Ako pođemo od postulata da razvoj neke zemlje zavisi od razvijenosti proizvodnih snaga i oblika proizvodnih odnosa, onda se istom logikom može reći da se razvijenost finansijskog tržišta ogleda kroz nivo razvijenosti finansijske infrastrukture, kroz bogatstvo finansijskih instrumenata koji se kreiraju na tom tržištu i kroz nivo opšteg i specijalističkog znanja kadrova koji su sposobni da stvore i koriste institucionalne uslove za kreiranje i

<sup>21</sup> Jovo Brekić, Analiza i srednjoročna projekcija kadrova, EI, Zagreb, 1975. str.4

<sup>22</sup> Šekarić Mirjana, Jovović Dušanka, Znanje kao sublimat investiranja u kadrove, Zbornik radova: Investiciono odlučivanje u uslovima tranzicije, Ekonomski fakultet, Priština, 1999., str. 396

<sup>23</sup> Žarko Ristić, Marko Radičić, Zbornik radova: Investiciono odlučivanje u uslovima tranzicije, Ekonomski fakultet, Priština, 1999., str.385

<sup>24</sup> Isto, str. 387

korišćenje finansijskih instrumenata kroz finansijske institucije.<sup>25</sup> Bez obzira što su u nekoj zemlji stvoreni uslovi za razvoj institucija finansijskog tržišta, njihov razvoj i ukupan razvoj finansijskog tržišta kreće se na nivou opšteg i specijalističkog znanja učesnika na njemu.

Ljudska saznanja se uvećavaju po eksponencijalnoj zakonitosti. Čak 90% od ukupnog fonda znanja kojim savremeno društvo raspolaže nastalo je u poslednjoj četvrtini XX veka. Tako da se opravdano tvrdi da je jedna izgubljena godina u praćenju svetskog razvoja adekvatna gubitku od pet godina pre samo jedne decenije.

Prema analizama Međunarodnog instituta za razvoj tržišta kapitala u Vašingtonu, ulaganje u obrazovanje kadrova za rad na finansijskom tržištu u novije vreme smatra se strateškom investicijom.

#### ***1.4. Dejstvo povratne sprege na relaciji finansijsko tržište-nacionalna ekonomija***

Savremena finansijska tržišta u svetu visoko su korelirana sa opštim nivoom ekonomske aktivnosti i finansijskom snagom jedne nacionalne ekonomije. Osnove na kojima počiva efikasno delovanje razvijenog finansijskog tržišta su:<sup>26</sup>

1. Fiskalni sistem i fiskalna politika, koja je usmerena na stimulisanju finansijskih ulaganja privrede i stanovništva,
2. Aktivna uloga centralne banke u emisionoj aktivnosti države (obveznice i dr.) i njen uticaj na likvidnost učesnika na novčanom tržištu,
3. Aktivna uloga banaka i institucionalnih investitora,
4. Da su tržišta akcija i obveznica preduzeća, kao i tržište derivativnih instrumenata institucionalizovani u berzanskim institucijama.

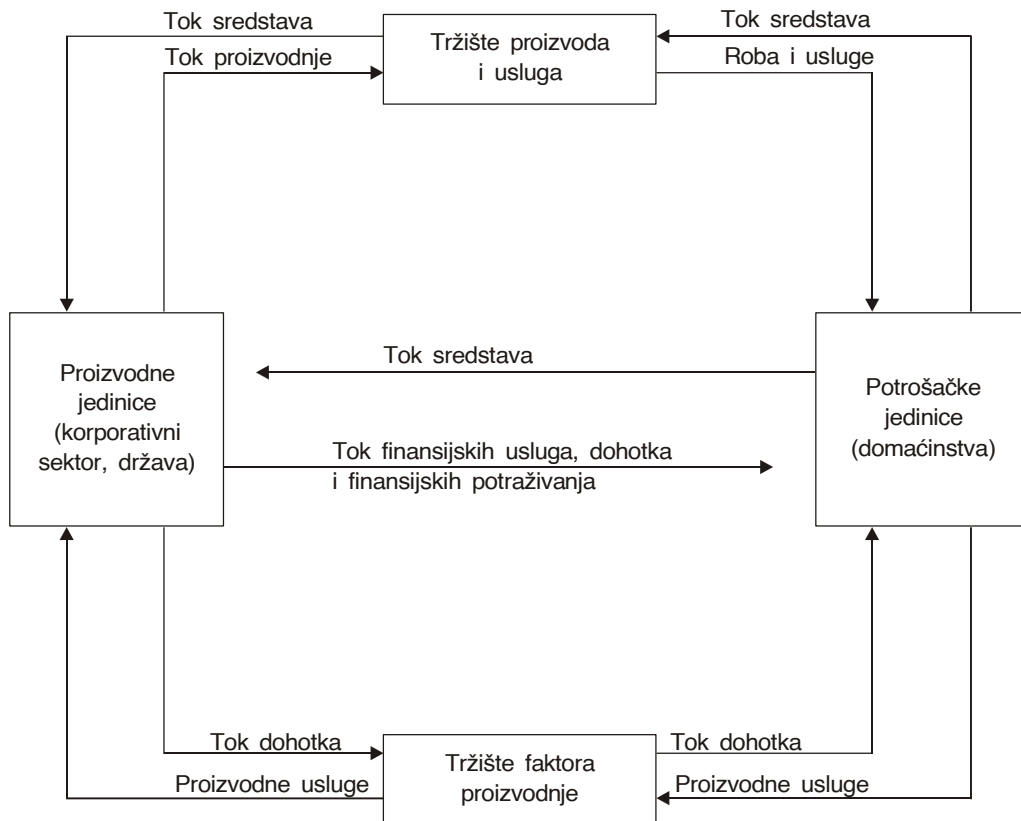
Finansijsko tržište, pored tržišta roba i usluga i tržišta faktora proizvodnje, predstavlja veoma značajan segment ukupnog tržišta. Na shemi 2 jasno se vide osnovni tipovi tržišta u bilo kom ekonomskom sistemu.

Problem formiranja adekvatnog finansijskog sistema i njegovog efikasnog funkcionisanja u svakoj zemlji usko je povezan sa osnovama na kojima se uređuju proizvodni odnosi. Finansijski sistem obuhvata sve mehanizme, ustanove i instrumente finansiranja potreba u dugoročnom i kratkoročnom kapitalu jedne privrede i društva, gde spadaju svi finansijski tokovi, koji od raznih izvora novčane akumulacije idu ka raznim mestima njenog korišćenja. Nacionalne ekonomije imaju određene specifičnosti, tako da su se iskristalisala dva osnovna tipa finansijskih sistema, zavisno od komponovanja, odnosno različitih proporcija između uloge tržišta kapitala i finansijskih institucija. Jedan tip finansijskog sistema ima težište na otvorenom finansijskom tržištu, pri čemu banke i druge finansijske institucije u znatnoj meri deluju preko otvorenog finansijskog tržišta. Drugi tip finansijskog sistema ima težište na bankarskim institucijama, posebno na univerzalnim bankama, koje se bave, ne samo tradicionalnim poslovima komercijalnog, nego i poslovima investicionog bankarstva.

---

<sup>25</sup> Stojan Dabić, Znanje u funkciji razvoja finansijskog tržišta, Zbornik:Finansijska tržišta-sistem regulisanja odnosa, IV Miločersko savetovanje, SZR Sava Todorov, Beograd, 1996., str.187

<sup>26</sup> Jovanović Miodrag, Krstić Borko, Uloga banaka u razvoju finansijskog tržišta i proces privatizacije, Ekonomika preduzeća 46, specijalni broj 3-4, Niš, 1998., str. 233



Shema 2: Tipovi tržišta u ekonomskom sistemu

Prvi tip finansijskog sistema razvijen je u SAD. Njegovi temelji postavljeni su 1933.godine, kada je na osnovu Glass-Steagal Act-a izvršeno tačno razgraničenje funkcija investicionih i komercijalnih banaka. Ovim Zakonom su investicione banke i dilersko-brokerske kuće stavljene pod kontrolom specijalne državne komisije (Securities Exchange Commission), koja vrši superviziju kapitala radi očuvanja stabilnosti finansijskog tržišta. Komercijalne banke su pod direktnom kontrolom centralne banke putem mehanizma obaveznih rezervi i prudencione kontrole, pri čemu im centralna banka obezbeđuje kredite za očuvanje likvidnosti. Suština ovog sistema ogleda se u tome da u slučaju loših investicionih poduhvata gube samo investitori koji su uložili sredstva po svom izboru, dok solventnost komercijalnih banaka ostaje netaknuta, te stoga i nema udara na monetarni sistem. Finansijski sistem koji više naglašava otvorena finansijska tržišta teži da kreira relativno širu lepezu instrumenata vlasničkog kapitala, čime se ostvaruje relativno niži leveridž (odnos između zaduženja i ukupne aktive). Ovim se obezbeđuje sigurnija finansijska struktura preduzeća, gde postoji dovoljna količina i stopa akcijskog kapitala, koji predstavlja neku vrstu amortizacionog mehanizma u slučaju da dođe do smanjenja ili čak potpunog nestanka formiranja profitnih tokova.

U drugom tipu finansijskog sistema, koji je posebno razvijen u Nemačkoj, postoji tržište kapitala, ali je težište finansijskog sistema na univerzalnim bankama, koje vrše kratkoročno i dugoročno kreditiranje privrede. Bankama je dozvoljeno da poseduju deo akcijskog kapitala kompanija u realnom sektoru ekonomije, na bazi čega mogu da imaju svoje predstavnike u nadzornim odborima većih kompanija.

Postoji saglasnost da ne bi trebalo davati posebnu prednost ni jednom ni drugom tipu finansijskog sistema, već da institucionalna politika treba da obezbeđuje sistemsku neutralnost uz otklanjanje smetnji u razvoju oba finansijska mehanizma. Mehanizam otvorenog finansijskog tržišta ima određene prednosti u odnosu na mehanizam finansijskih

institucija zbog veće mikrofinansijske efikasnosti. Međutim, preterano oslanjanje na tržište kapitala može usloviti povećanu nestabilnost nacionalne ekonomije.

Osamdesetih godina u razvijenim tržišnim ekonomijama došlo je do izvesnog približavanja između ova dva finansijska sistema. U zemljama gde je bio dominantan uticaj bankarskih institucija, došlo je do bržeg formiranja finansijskih tržišta i do snažne ekspanzije akcijskog kapitala u privredi. Istovremeno, u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima smanjena je visina akcijskog kapitala u korist instrumenata kreditnog kapitala. Iz ovoga jasno proizilazi da u razvijenim tržišnim ekonomijama deluju snage koje u konkretnim uslovima teže da koriguju proporcije između vlasničkog i kreditnog kapitala u privredi i da time dovedu do formiranja finansijskog leveridža koji bi obezbedio sintezu interesa akcijskih vlasnika preduzeća i nosilaca kreditnih potraživanja. Bazični kriterijum je, svakako, povećanje prinosa na kapital, tj. povećanje profitabilnosti preduzeća. Globalno posmatrano može se zaključiti da je došlo do relativnog jačanja uloge finansijskih tržišta u odnosu na ulogu finansijskih institucija, što se jasno ogleda u jačanju sekjuritizacije, tj. neposrednih finansijskih odnosa između preduzeća kao emitenata hartija i investitora kao kupaca istih na otvorenom finansijskom tržištu.

Kada je reč o projektovanju arhitekture finansijskih sistema u postsocijalističkim zemljama treba ukazati da će uloga bankarskih institucija i dalje biti primarna u odnosu na finansijsko tržište. Međutim, i pored postojanja jake dominacije bankarskih institucija u ovim zemljama, procesi ekonomske i finansijske reforme zahtevaju uvođenje i razvijanje finansijskog tržišta, a posebno tržišta kapitala.

Radi boljeg shvatanja i razumevanja suštine finansijskog tržišta neophodno ga je definisati. Razni autori daju različite definicije finansijskog tržišta. *Peter Howells i Keith Bain* definišu finansijsko tržište na sledeći način: Finansijsko tržište je tržište na kome se trguje nekim vrstama finansijskih proizvoda.<sup>27</sup> Profesor *Života Ristić* smatra da je finansijsko tržište organizovano mesto i prostor na kome se traže, tj. nude finansijsko-novčana sredstva i na kome se u zavisnosti od ponude i tražnje organizovano formira cena tih sredstava.<sup>28</sup> Profesor *Branko Vasiljević* smatra da je finansijsko tržište ambijent u kome se kreiraju i transformišu potraživanja (obaveze) i izražava i realizuje ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima.<sup>29</sup> Profesori *Hendrik S. Houthakker i Peter J. Williamson* daju sledeću definiciju: finansijska tržišta su visoko konkurentna tržišta finansijskim instrumenata ( obveznice, akcije, fjučersi i opcije).<sup>30</sup> Profesori *Slobodan Komazec i Žarko Ristić* ističu da je finansijsko tržište skup svih finansijskih transakcija u oblasti nacionalne ekonomije kojima dolazi do uspostavljanja i realizacije društveno-proizvodnih odnosa iz kupoprodajnih finansijskih dokumenata.<sup>31</sup> Profesori *Miodrag Jovanović i Borko Krstić* smatraju da finansijsko tržište predstavlja skup finansijskih tokova, finansijskih institucija i finansijskih instrumenata kojima se finansijska štednja transformiše od suficitnih ka deficitnim transaktorima.<sup>32</sup>

Iz ovih definicija jasno proizilazi da se na finansijskim tržištima obavljaju mnogobrojni i raznovrsni poslovi. Neki od njih se obavljaju samo na pojedinim segmentima finansijskih tržišta, dok su drugi jedinstveni i zajednički za sve vrste finansijskih tržišta.

---

<sup>27</sup> Peter Howells, Keith Bain, *Financial Markets and Institutions*, Longman, London, 1990., str.12-13

<sup>28</sup> Života Ristić, *Tržište kapitala-teorija i praksa*, Privredni pregled, Beograd, 1990., str.17

<sup>29</sup> Branko Vasiljević, *Osnovi finansijskog tržišta*, Diamond HARD, Beograd, 1997., str.11

<sup>30</sup> Hendrik S. Houthakker, Peter J. Williamson, *The Economics of Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press, 1996., str.8

<sup>31</sup> Slobodan Komazec, Žarko Ristić, *Finansijska tržišta i berze-moderni finansijski menadžment*, Čigoja, Beograd, 1996., str.195

<sup>32</sup> Miodrag Jovanović, Borko Krstić, *Uloga banaka u razvoju finansijskog tržišta i proces privatizacije*, *Ekonomika preduzeća* 46, specijalni broj 3-4, Niš, 1998., str. 233

Na novčanom tržištu u osnovne poslove ubrajaju se: davanje i uzimanje kratkoročnih kredita, kupovina i prodaja kratkoročnog novca, kratkoročnih hartija od vrednosti, eskontnih menica, lombardovanje lombardnog materijala i kupoprodaja deviza.

Osnovni poslovi na tržištu kapitala su: kupovina i prodaja dugoročnih novčanih sredstava-kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti ( akcije, obveznice, certifikati i druge hartije od vrednosti koje su uvršćene u listu hartija sa kojima se može trgovati na tržištu kapitala).

Jedinstveni i zajednički poslovi na finansijskom tržištu koji su svojstveni svim njegovim segmentima su promptni i terminski poslovi. *Promptni poslovi* nazivaju se još i *spot, keš ili gotovinski* i njihova osnovna karakteristika je ta da se svaka novčana ili kapitalna transakcija izvršava odmah, a najkasnije u roku od dva do pet dana računajući od dana sklapanja posla. Kako je rok izvršenja obaveza od strane kupaca i prodavaca veoma kratak to implicira u činjenici da su promptni poslovi defakto poslovi bez kamatnog i kursnog rizika, a sa malim kreditnim rizikom. Kod *terminskih poslova* svaka kupoprodaja se realizuje na određeni rok koji počinje da teče nakon roka utvrđenog za promptne poslove. Ovi poslovi omogućavaju partnerima izradu kalkulacija, ali sa znatnim prisustvom kursnog, kamatnog i kreditnog rizika. Terminski poslovi mogu biti *obični*, kada njihovo izvršenje nije ničim uslovljeno i *uslovni terminski poslovi* kod kojih svaka strana može odustati od posla ako prethodno položi dovoljnu sumu novca kao obeštećenje drugoj strani.

Savremeno finansijsko tržište predstavlja veoma složen ekonomski fenomen, koji zahteva određenu klasifikaciju-podelu na određene vrste. Ovo tržište obuhvata kako organizovane institucije (kao što su efektne berze, tržišta novca, devizne berze), tako i posredničku trgovinu (tzv. šaltersko tržište) i neposrednu razmenu hartija od vrednosti između izdavalaca i investitora.<sup>33</sup> Finansijsko tržište može se klasifikovati na osnovu određenih kriterijuma kao što su predmet poslovanja, rokovi dospeća, organizaciona struktura i sl. U literaturi nailazimo na različite klasifikacije bazirane na različitim kriterijumima. Jedna od najnovijih vrši podelu finansijskih tržišta imajući u vidu sledeće kriterijume:<sup>34</sup>

- 1) Podela na osnovu prirode i karaktera finansijskih sredstava: tržišta dugovnih finansijskih instrumenata (debt markets) i tržišta vlasničkih finansijskih instrumenata (equity markets);
- 2) Podela na osnovu dospeća finansijskih sredstava: tržište novca (money market) i tržište kapitala (capital market);
- 3) Podela na osnovu toga da li se finansijskim sredstvima trguje prvi put, ili se njima već trgovalo: primarno tržište ( primary market) i sekundarno tržište (secondary market);
- 4) Podela prema roku izvršenja transakcija, tj. poslova: promptno tržište (spot or cash market) i terminsko tržište (derivative market);
- 5) Podela prema organizacionoj strukturi, tj. prema stepenu organizovanosti tržišta: berze-aukciona tržišta (stock exchange) i vanberzanska tržišta (over-the-counter market).

Klasična podela je prema predmetu poslovanja. Prema ovom kriterijumu finansijsko tržište može se podeliti na: novčano tržište i tržište kapitala.

---

<sup>33</sup> Fred J. Weston, Thomas E. Copeland, Managerial Finance, 8<sup>th</sup> Edition, The Dryden Press, Chicago, 1989., str.31

<sup>34</sup> F. Fabozzi, F. Modigliani, M. Ferri, Foundations of Financial Markets and Institutions, Prentice Hall International, London, 1994., str. 10

Na **novčanom tržištu** sredstva se pozajmljuju na kratak period, tj. period kraći od godine dana.<sup>35</sup> Zadatak novčanog tržišta je da omogući svakom privrednom subjektu da dođe u posed kratkoročnih novčanih sredstava koja su mu potrebna za održavanje likvidnosti. U tom cilju vlasnici slobodnih novčanih sredstava transformišu svoj novac u novčane tržišne instrumente, koji se lako i brzo mogu zameniti u novac ili u druge likvidne plasmane. Novčano tržište u sebi obuhvata: a) tržište žiralnog novca, b) kreditno tržište, c) eskontno tržište, d) lombardno tržište, e) tržište kratkoročnih hartija od vrednosti i f) devizno tržište.

a) **Tržište žiralnog novca** je najvažniji deo novčanog tržišta. Monetarna vlast preko njega utiče na kretanja na svim ostalim tržištima. Cena žiralnog novca izražena u vidu kamatne stope najmanja je u odnosu na sva ostala tržišta ali je zato osnova za formiranje cena na tim tržištima. Žiralni novac je najlikvidniji deo imovine i zato predstavlja početak i kraj transformacije raznih oblika imovine. Trgovanje žiralnim novcem u stvari je međubankarska kupoprodaja novca, tj. kupovina i prodaja viškova žiralnog novca koji predstavljaju saldo potraživanja poslovne banke na njenom žiro-računu posle svih izvršenih transakcija do određenog momenta. Razlikujemo dnevni novac i terminski novac. Pod dnevnim novcem (call money) podrazumeva se svaki saldo potraživanja na računu, tj. svaki višak likvidnih sredstava, koji poslovna banka ponudi drugom zainteresovanom učesniku na rok od jednog dana. Ovaj rok može biti maksimalno produžen do jednog meseca. Pod terminskim novcem (time deposits) podrazumeva se svaki saldo potraživanja na žiro-računu, odnosno svaki višak likvidnih sredstava, koji poslovna banka ponudi drugim zainteresovanim učesnicima na rok od jednog do tri meseca (Nemačka i Japan) ili od jednog do dvanaest meseci (ostale zemlje).

b) **Kreditno tržište** je deo novčanog tržišta na kome se trguje kreditnim materijalom, sa rokom dospeća do godinu dana. Naime, na ovom tržištu dolazi do susreta ponude i tražnje kratkoročnih kredita, na osnovu čega se formira cena kredita u vidu kamatne stope. Za kreditno tržište kaže se da je najkonzervativnije, najnetržišnije tržište od svih novčanih tržišta.<sup>36</sup> S obzirom da se kratkoročni kredit vraća tek po isteku roka dospeća, to je stepen likvidnosti ovde najmanji.

c) **Eskontno tržište** je specijalizovano novčano tržište na kome se trguje eskontnim materijalom (menice i eskontni krediti), koji se u bilansu vidi kroz poziciju menični portfolio. Menica je hartija od vrednosti eskontnog tržišta, koja vrši tri osnovne funkcije: funkciju plaćanja, funkciju obezbeđenja plaćanja i kreditnu funkciju. Cena eskontnih kredita izražava se preko eskontne kamatne stope, kojoj kao indikator za kretanje služi eskontna stopa centralne banke.

d) **Lombardno tržište** je specijalizovano tržište za trgovinu lombardnim materijalom robnog karaktera (fakture, založnice), lombardnim materijalom nerobnog karaktera (hartije od vrednosti iza kojih stoje finansijske transakcije) i lombardnim

kreditima. Cena kojom se trguje na lombardnom tržištu je lombardna stopa, koja ima diskontni karakter i veća je od eskontne stope, a manja od kreditne stope.

e) **Tržište kratkoročnih hartija od vrednosti** je ono tržište na kome se emituju i primarno prodaju hartije od vrednosti (primarno tržište), uz istovremeno trgovanje već emitovanim hartijama kratkoročnog karaktera (sekundarno tržište). Tržišni materijal ovog tržišta predstavljaju *hartije od vrednosti javno-pravnog izdanja* (kratkoročne državne obveznice, državne menice, blagajnički zapisi), čiji emitent je država ili paradržavne organizacije, *hartije od vrednosti centralne banke* (blagajnički zapisi) i *hartije od vrednosti*

<sup>35</sup> Peter Howells, Keith Bain, Financial Markets and Institutions, Longman, London, 1990., str. 93

<sup>36</sup> Stepen tržišnosti bilo kog oblika aktive određuje se prema njihovoj sposobnosti pretvaranja u viši, likvidniji oblik.



*privatnog izdanja* (bankarski akcepti i privatni diskontni papiri raznih vrsta), gde se kao emitenti javljaju banke i preduzeća. Na primarnom tržištu cena se iskazuje emisionim kursom, a na sekundarnom, berzanskim kursom. Ovo tržište služi centralnoj banci za politiku otvorenog i zatvorenog tržišta.

f) **Devizno tržište** je krajnje specijalizovani deo novčanog tržišta na kome se trguje devizama kao posebnim oblikom novčane imovine.<sup>37</sup> Osnovni zadatak deviznog tržišta je da snabdeva učesnike stranim sredstvima plaćanja radi finansiranja uvoza i izvoza. Cena kojom se trguje na ovom tržištu predstavlja se u vidu deviznog kursa koji predstavlja cenu strane valute izraženu u domaćem novcu. Devizno tržište ne postoji kao organizovano centralno mesto trgovanja već ga čini svetska mreža učesnika međusobno povezanih savremenim komunikacijskim sredstvima ( telefon, telefaksa, teleks, kompjuteri, satelitske veze, itd.). Ukupan procenjeni promet na svetskim deviznim tržištima iznosio je na prelazu u 2000.godinu oko 1.500 milijardi dolara dnevno.<sup>38</sup>

**Tržište kapitala** predstavlja institucionalno organizovani prostor sa svim potrebnim elementima neophodnim za njegovo funkcionisanje u tačno određenom vremenu, kao i pravila i uzanse ponašanja učesnika.<sup>39</sup> Naime, tržište kapitala predstavlja skup odnosa ponude i tražnje dugoročnih i srednjoročnih finansijskih sredstava. Odnosno, tržište kapitala predstavlja skup institucija, finansijskih instrumenata i mehanizama pomoću kojih se dugoročna slobodna sredstva štednje prenose od suficitarnih ka deficitarnim subjektima koja ulažu u fiksne fondove i opremu.<sup>40</sup> Ono predstavlja segment ukupnog finansijskog tržišta, što se jasno vidi iz sheme 3.

Shema dalje pokazuje da se tržište kapitala sastoji iz bankarskog tržišta kapitala i berzanskog tržišta kapitala. Na bankarskom tržištu kapitala pojavljuje se zajmovni kapital banaka. Banka se javlja u ulozi zajmodavca a preduzeće u ulozi zajmoprimca, pri čemu se između njih formira direktan kreditni odnos. Na berzanskom tržištu kapitala kupuju se i prodaju obveznice i akcije. Stoga se ono još i naziva sekundarno tržište kapitala. Shodno tome, kada su nekome potrebna investiciona sredstva on ih može pribaviti na tržištu kapitala u vidu zajmovnog kapitala, emitujući obveznice ili u vidu vlasničkog kapitala, emitujući akcije. Na taj način tržište kapitala predstavlja specijalizovano tržište na kome se trguje dugoročnim novčanim sredstvima-kapitalom i dugoročnim hartijama od vrednosti. U tom smislu, tržište kapitala omogućava, s jedne strane vlasnicima hartija od vrednosti da brzo menjaju smer i strukturu svojih investicionih portfelja i da se u slučaju potrebe pretvore iz štediša u zajmotražioce, i s druge strane, ono omogućava usmeravanje slobodnih finansijskih sredstava u najprofitabilnije investicione projekte.

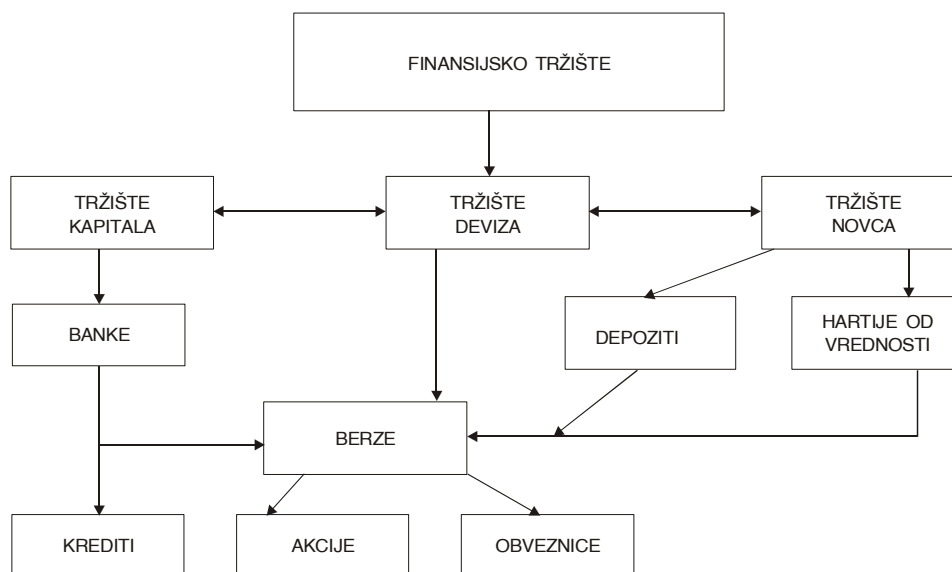
---

<sup>37</sup> Devize su sredstvo međunarodnih plaćanja. One predstavljaju potraživanja od druge zemlje, koja glase na stranu valutu, stečenu po bilo kom osnovu i bez obzira na način raspolaganja. Mogu biti u obliku prenosivih potraživanja kod stranih banaka, prenosivih inostranih hartija od vrednosti koje glase na stranu valutu (menice, čekovi, obveznice), obračunskih jedinica, specijalnih prava vučenja (SPV), inostranog gotovog novca, a od nedavno i u obliku elektronskih izveštaja o međunarodnim dugovanjima i potraživanjima.

<sup>38</sup> Ćirović Milutin, Devizni kursevi, Bridge Company, Beograd, 2000., str. 163

<sup>39</sup> Života Ristić, Tržište kapitala-teorija i praksa, Privredni pregled, Beograd, 1990., str.27

<sup>40</sup> S. Komazec, Ž. Ristić, Finansijska tržišta i berze, Čigoja, Beograd, 1996., str.204



Shema 3: Struktura finansijskog tržišta

Tržište kapitala može se dekonponovati na:

a) **Kreditno-investiciono tržište**, na kome se daje, uzima i koristi kapital u formi dugoročnih-investicionih kredita. Cena kredita izražava se u vidu kamatne stope, koja je po pravilu veća od kamatne stope na kratkoročne kredite;

b) **Hipotekarno tržište** je specijalizovano tržište kapitala na kome se trguje hipotekarnim založnicama, koje se emituju na osnovu hipoteka, i hipotekarnim kreditima, koji su obezbeđeni realnom zalogom (stambene i privredne zgrade, poslovni prostor, skladišta, zemljište, itd.). Inače, hipotekarnim založnicama se trguje i na primarnom i na sekundarnom tržištu kapitala, gde svaka založnica ima dvostruko iskazanu vrednost: u novcu i materijalizovanoj hipoteci i

c) **Tržište dugoročnih hartija od vrednosti, tj. efekata** predstavlja specifičan oblik tržišta kapitala i sastoji se od emisionog ili primarnog tržišta i sekundarnog tržišta. Primarno tržište predstavlja jedinstvo svih aktivnosti i poslovnih operacija vezanih za emisiju hartija od vrednosti i njihov prvi otkup od strane kupca, tzv. “kupovina iz prve ruke”. Sekundarno tržište predstavlja dalji život već emitovanih hartija, tj. njihovu dalju kupoprodaju, tzv. “kupovinu iz druge ruke”.

U zavisnosti od toga na kom mestu se obavljaju operacija sa tržišnim materijalom, tržište kapitala predstavlja jedinstvo berzanskog prometa (ostvaruje se na službenom delu berze efekata) i vanberzanskog prometa (ostvaruje se van službenog dela berze efekata).

Međuzavisnost tržišta kapitala i novčanog tržišta je od velikog značaja za sve učesnike na finansijskom tržištu, jer omogućava da saglasno svojim očekivanjima, interesima i mogućnostima izaberu najracionalniji put za realizaciju svoje poslovne strategije.

U tržišno razvijenim zemljama način funkcionisanja, bankarske operacije i tehnologija rada na finansijskom tržištu odvijaju se na osnovu jasnog poslovnog kodeksa, morala i dobrih poslovnih običaja. Naime, učesnici na finansijskom tržištu pri obavljanju raznih transakcija društveni su da se pridržavaju sledećih principa i karakteristika:

a) *jednoobraznost*, koja podrazumeva primenu jednoobraznih instrumenata po formi i sadržini, jednoobraznost dokumenata i njihove obrade, kao i jednoobraznost tehnologije rada;

- b) *jedinstvenost*, koja podrazumeva jedinstven način poslovanja i obavljanja tržišnih transakcija;
- c) *internacionalnost* u realizaciji ovih poslova, koja označava striktno poštovanje i pridržavanje međunarodnih pravila i običaja;
- d) *široka lepeza ponude tržišnog materijala i veliki broj učesnika* ovlašćenih za obavljanje poslova na finansijskom tržištu,
- e) *efikasnost i korektnost*, koja se ogleda u pravovremenoj i promptnoj valutaciji priliva i odliva sredstava po osnovu realizacije tržišnih transakcija na nacionalnom i međunarodnom tržištu,
- f) *tržišno ponašanje i apsolutna konkurentnost svih učesnika* na tržištu sa stanovišta kvaliteta tržišnih usluga koje se pružaju klijentima,
- g) *besprekorna finansijska disciplina* na svim nivoima i kod svih učesnika,
- h) *savremena tehnologija rada* uz primenu najsavremenijih tehničkih pomagala,
- i) *racionalnost* poslovanja institucija izražena kroz niske transakcione troškove,
- j) *potpuna i dosledna ažurnost*, koja se ogleda u neprikosnovenoj obavezi učesnika na tržištu da sve naloge dobijene do određenog vremena obrade i realizuju istog dana,
- k) *primena kontokorentne i korespondentske politike* između tržišnih učesnika,
- l) *stabilnost, konzistentnost, kongruentnost i dosledna primena zakona* i svih podzakonskih propisa, kao i striktna primena sankcija za nepridržavanje tih propisa u odnosu na sve učesnike,
- m) *primena najjednostavnijih rešenja za cirkulaciju podataka i dokumenata*,
- n) slobodan transfer kapitala i postojanje konvertibilne domaće valute, itd.

Bez primene ovih principa nezamislivo je efikasno funkcionisanje finansijskog tržišta. Inače, uloga i značaj finansijskog tržišta proizilazi iz toga što ono omogućava: brzo i lako imovinsko i finansijsko restrukturiranje subjekata u skladu sa sopstvenim potrebama i delovanjem tržišta, brisanje granice između likvidnih i nelikvidnih sredstava, jer sekundarno tržište omogućava likvidnost gotovo svakog oblika imovine, disperziju rizika kroz diverzifikaciju plasmana, stalno prilagođavanje ročnosti izvora i plasmana sredstava, izbor plasmana prema očekivanjima tržišnih kretanja, stalno menjanje oblika imovine i kombinovanje istih prema prinosima i drugim motivima, vrednovanje imovine i kvaliteta svakog učesnika na tržištu, itd.

Finansijsko tržište je izvedeno tržište i zbog toga je osetljivo na kolebanja na tržištu proizvoda i faktora proizvodnje. Ono, međutim, vrši i obrnuti uticaj na tržište proizvoda i faktora proizvodnje. Ne samo što se sa razvojem finansijskog tržišta širi ponuda finansijskih instrumenata, nego i drugi oblici aktive postaju predmet tržišnog valorizovanja. Finansijsko tržište odlučujuće utiče na osnovne kategorije finansijskog sistema, posebno na regulatorne veličine kao što su tržišne kamatne stope i normativna diskontna stopa. Konkretne investicione odluke preduzeća zavise od informacija koje dobiju sa finansijskog tržišta. Kada istražujemo kamatnu stopu na primarnom finansijskom tržištu, u uslovima ravnoteže, ova stopa mora biti ista kao kamatna stopa na sekundarnom tržištu finansijske aktive i ista kao i stopa povraćaja na stok kapitala. Ovo je glavna veza između finansijskog tržišta i tržišta realnih proizvoda i usluga.<sup>41</sup> U uslovima nepostojanja razvijenog finansijskog tržišta, normativnu funkciju vrši eskontna stopa centralne banke. Ovu funkciju tržište preuzima tek kada stekne atribut efikasnosti. Koliki značaj ima finansijsko tržište u bilo kojoj nacionalnoj ekonomiji jasno se vidi iz mnoštva funkcija koje obavlja.

---

<sup>41</sup> Tim S. Campbell, Money and Capital Markets, Scott, Foresman and Company, Glenview, Illinois, 1988., str.32

## 1.5. Mobilizacija finansijskih sredstava i njihova alokacija

Funkcije koje finansijsko tržište vrši daju mu značaj segmenta ekonomskog sistema, ravnopravnog sa tržištem proizvoda i tržištem faktora proizvodnje.<sup>42</sup> Finansijsko tržište u svakoj tržišnoj privredi ima izuzetan značaj, mesto i ulogu. Nerazvijena finansijska tržišta uglavnom su svedena na banke i depozitno-kreditne odnose. Razvijena finansijska tržišta sadrže brojne finansijske institucije, instrumente, sofisticirane finansijske tehnike i složene isprepletene finansijske tokove. Postojanjem i funkcionisanjem finansijsko tržište omogućava:<sup>43</sup>

- a) Brzo imovinsko i finansijsko restrukturiranje subjekata u skladu sa sopstvenim potrebama i delovanjem tržišta,
- b) Brisanje granice između likvidnih i nelikvidnih sredstava, jer sekundarno tržište omogućava likvidnost gotovo svakog oblika imovine,
- c) Disperziju rizika kroz lakše i šire strukturisanje imovine,
- d) Stalno prilagođavanje ročnosti izvora i plasmana sredstava,
- e) Izbor plasmana prema znacima sa tržišta,
- f) Stalno menjanje oblika imovine i njihovo kombinovanje prema prinosima i drugim motivima,
- g) Vrednovanje imovine i kvaliteta svakog učesnika na finansijskom tržištu.

Saglasno svemu ovome društveno-ekonomski i tržišni značaj postojanja i funkcionisanja finansijskog tržišta ogleda se u stvaranju svih potrebnih društvenih i privrednih preduslova za:

1. **Nesmetano odvijanje procesa tekuće reprodukcije i stabilnog privrednog razvoja,** jer samo na tim uslovima počiva savremena tržišna privreda. Stepem ostvarivanja ove pretpostavke direktno je zavisian i uslovljen stepenom uspešnosti funkcionisanja finansijskog tržišta. Uspešnim funkcionisanjem finansijskog tržišta, što podrazumeva optimalnu realizaciju tržišnih operacija na njemu, ostvaruje se nesmetano snabdevanje novcem i kapitalom svih privrednih subjekata iz oblasti proizvodnje i usluga. Naime, poslovne banke bi u slučaju nepostojanja tržišta novca bile prinuđene da ogroman deo svojih novčanih sredstava drže kao sopstvene rezerve za neko buduće kreditiranje. S druge strane, poslovna banka kod koje je došlo do prekomernog odliva sredstava sa njenog računa u korist centralne banke ili neke druge banke, prinuđena je da od svojih komitenata povlači kredite i to do iznosa nedostajućih sredstava. Na ovaj način banka otežava nesmetano odvijanje procesa tekuće društvene reprodukcije, što neminovno implicira u pojavi privrednih poremećaja, što dalje dovodi do nestabilnosti u privrednom razvoju. Ovakvim ponašanjem poslovna banka nanosi ogromne štete samoj sebi ali i ukupnom društveno-ekonomskom sistemu. Naime, ona na jednoj strani smanjuje kredite, što dovodi do smanjenja i otežavanja nesmetanog odvijanja procesa tekuće reprodukcije. S druge strane, povećanim držanjem sredstava na svom računu kao svoju rezervu, ona povećava stepen tezauracije novca i stepen nevršenja osnovnih novčanih funkcija, što rezultira u nestabilnom privrednom rastu i nerentabilnom bankarskom poslovanju. Svi ovi problemi vrlo uspešno se rešavaju putem bankarskih operacija na finansijskom tržištu. Prema tome, uspešno funkcionisanje finansijskog tržišta od velikog je značaja za nesmetano odvijanje procesa reprodukcije, a samim tim i stabilnog privrednog razvoja svake tržišne privrede.

---

<sup>42</sup> Peter S. Rose, Money and Capital Markets, Homewood, Boston, 1989., str.7

<sup>43</sup> D. Zdravković, S. Komazec, Ž. Ristić, A. Živković, Finansijska tržišta i berze, Pelikan-print, Niš, 1998., str. 229

2. ***Održavanje optimalne likvidnosti svih subjekata i nesmetane cirkulacije novčanih sredstava i kapitala.*** Obavljajući funkciju platnog prometa poslovne banke vrše evidenciju priliva novčanih sredstava na računima svojih komitenata i evidenciju odliva sredstava za razna plaćanja. U raznim vremenskim intervalima poslovne banke na računima svojih komitenata imalu ili višak ili manjak sredstava. Pri slobodnoj i nesmetanoj cirkulaciji novca, višak novčanih sredstava kod jedne predstavlja manjak istih kod druge poslovne banke. Osim ove neusklađenosti u prilivu i odlivu novčanih sredstava na određeni dan kao rezultante priliva i odliva sredstava komitenata u praksi se javljaju i likvidnosne poteškoće i kod same poslovne banke. Ove poteškoće se, takođe, izražavaju u vremenskoj dimenziji posmatranja. To znači da jedna poslovna banka u određenom trenutku može biti izuzetno likvidna, a da u drugom momentu ima probleme sa likvidnošću. Ove likvidnosne oscilacije predstavljaju velike probleme za nesmetano odvijanje privrednog života i uspešno funkcionisanje proizvodnje i prometa svake zemlje. Eliminisanje ovih negativnosti vrši se zahvaljujući nesmetanom funkcionisanju finansijskog tržišta. Zahvaljujući finansijskom tržištu, banke koje u određenom trenutku ostvaruju višak priliva novčanih sredstava u odnosu na odliv, u mogućnosti su da taj višak po određenoj ceni ulože ili prodaju drugim poslovnim bankama, koje beleže višak odliva u odnosu na priliv sredstava. Na ovaj način na nivou bankarskog sistema zemlje vrši se nivelacija viškova i manjkova sredstava. Na ovaj način finansijsko tržište vrši alokaciju novčanih sredstava unutar nacionalne privrede, čime se omogućava optimalna likvidnost celog privrednog sistema.
3. ***Ostvarivanje ciljeva monetarne vlasti-centralne banke i uspešna realizacija ekonomske, monetarno-kreditne i devizne politike.*** Jedna od osnovnih funkcija svake centralne banke je obezbeđenje spoljne i unutrašnje likvidnosti nacionalne ekonomije, tj. stabilan i zdrav novac i stabilan kurs nacionalne valute. Za ostvarenje ovog cilja centralna banka koristi brojne instrumente monetarno-kreditne i devizne politike. Naime, ovim politikama određuje se u kvantitativnom i kvalitativnom smislu obim optimalnog nivoa novčane mase, obim kreditne intervencije prema državi i paradržavnim institucijama i obim odobravanja kredita od strane poslovnih banaka svojim komitentima. U tržišnim ekonomijama ograničenje ovih kredita ostvaruje se putem funkcionisanja finansijskog tržišta. Ovo ograničenje kredita vrši se i dejstvom centralne banke na veći ili manji stepen likvidnosti poslovnih banaka. Veći stepen likvidnosti poslovnih banaka ima za rezultat i veću sposobnost banaka na području kreditne ekspanzije, tj. većeg odobravanja kredita svojim komitentima, i obrnuto. Veća kreditna aktivnost ima dalje za rezultat veću ponudu novca i kapitala na finansijskom tržištu, što implicira u oživljavanju konjunktura, tj. privrednih aktivnosti. Obrnuti smer kretanja ovih aktivnosti postoji kod manje likvidnosti i nedostatka novčanih sredstava. Uticaj centralne banke na višak ili manjak likvidnosti poslovnog bankarstva ostvaruje se posredno i neposredno. Instrumenti posrednog regulisanja likvidnosti poslovnog bankarstva su mnogobrojni i raznovrsni. Jedan od najznačajnijih posrednih instrumenata je *politika obaveznih rezervi*. Autonomno odlučivanje centralne banke o visini stope obavezne rezerve i osnovice na koju se primenjuje ova stopa ima direktnog uticaja na veličinu kreditnog potencijala i nivo likvidnosti poslovnih banaka. Naime, ukoliko centralna banka poveća stopu obavezne rezerve, to će implicirati u povećanom izdvajanju novčanih sredstava poslovnih banaka na posebnim računima kod centralne banke, tj. doći će do povećanja njihove likvidnosti uz istovremeno smanjivanje njihovog kreditnog potencijala. Ovu meru centralna banka najčešće preduzima kada proceni da na tržištu cirkuliše veća

količina novca od potrebnog nivoa, tj. ova mera pripada instrumentarijumu restriktivne monetarno-kreditne politike. Obrnuta je situacija kada se centralna banka odluči na smanjenje stope obavezne rezerve. Prema tome, promena likvidnosti poslovne banke dovodi do odgovarajuće promene njenog mesta i uloge na području odobravanja kredita svojim komitentima, tj. do promene njenog mesta i uloge na finansijskom tržištu. Naime, poslovna banka koja je ranije imala višak likvidnosti i koja je bila u mogućnosti da izvrši kreditnu ekspanziju na tržištu, nakon primene napred navedenog restriktivnog instrumenta centralne banke nije više u posedovanju viška likvidnosti. U stvari ona se sada javlja u ulozi korisnika novčanih sredstava na finansijskom tržištu. Međutim, centralna banka može i direktno da utiče na finansijsko tržište, koristeći *politiku otvorenog tržišta*, tj. vršeći direktnu kupoprodaju svojih hartija od vrednosti. U cilju regulisanja ponude i tražnje centralna banka može direktno intervenirati i svojim sredstvima iz osnova obavezne rezerve poslovnih banaka, koja se nalaze na njenom računu. Centralna banka je potpuno autonomna u izboru mera i instrumenata koje će implementirati na finansijskom tržištu.

4. ***Uspešno funkcionisanje poslovnog bankarstva i njegove poslovne politike nezamislivo je bez dobro organizovanog finansijskog tržišta.*** Naime, poslovne banke ne bi mogle da obavljaju svoje osnovne funkcije, koje se ogledaju u nesmetanom odvijanju platnog prometa i nesmetanom obavljanju procesa proizvodnje i prometa roba i usluga, bez postojanja i funkcionisanja finansijskog tržišta. Zahvaljujući finansijskom tržištu banke su u mogućnosti da vrše tzv. *"prerađivačku funkciju"*, tj. da vrše transformaciju ročne strukture svojih novčanih sredstava, odnosno da višak novčanih sredstava koja se nude na kratak rok transformišu u novčana sredstva koja se nude na rok duži od jedne godine. Na ovaj način finansijsko tržište predstavlja dodatni izvor novca, koji poslovne banke koriste za povećanje svoje kreditne aktivnosti, što po pravilu izaziva blagotvorno dejstvo na privrednu aktivnost uopšte. Međutim, u vršenju ove funkcije banke moraju biti jako oprezne, kako ne bi ugrozile svoju likvidnost ( tokom Velike svetske ekonomske krize 1929-1933.godine najveći broj banaka je upravo bankrotirao zbog neodmerenog korišćenja ove funkcije). Zahvaljujući finansijskom tržištu *poslovne banke plasirajući višak svojih sredstava ostvaruju dodatne prihode.* Ova funkcija finansijskog tržišta postaje značajna kada promene u aktivni i pasivni poslovne banke za neko vreme dovode do potrebe ulaganja viška novčanih sredstava, putem i posredstvom ovog tržišta, koja se inače ne mogu realizovati, tj. plasirati na neki drugi način. Značaj koji finansijsko tržište ima na funkcionisanje poslovnog bankarstva ogleda se i u *informativnoj ulozi*, koju ono ima u odnosu na poslovno bankarstvo. Naime, finansijsko tržište je osnovni orijentir rukovodstvu poslovne banke o tome da li se ta banka nalazi u približno istom položaju sa aspekta likvidnosti i kreditnog aranžmana, tj. da li se i sa kakvim uspehom ta banka uklapa u opšti ritam kreditne aktivnosti celokupnog poslovnog bankarstva. Tako npr. ako bi se jedna poslovna banka na finansijskom tržištu uvek pojavljivala u ulozi ponuđača novca i kapitala, to bi bio siguran signal rukovodstvu banke da u njihovoj poslovnoj politici postoje određene anomalije ( ova banka vodi izrazito restriktivnu kreditnu politiku, s jedne strane, i ne koristi druge pogodnije i rentabilnije oblike ulaganja novčanih sredstava, sa druge strane). I obrnuto, ako se poslovna banka na finansijskom tržištu permanentno javlja u ulozi tražioca novčanih sredstava, to je, takođe, pouzdan signal za preispitivanje poslovne politike te banke. Ovakve oscilacije na finansijskom tržištu moraju biti osnovni indikator rukovodstvu banke da tekuću poslovnu politiku korenito izmeni.

5. **Regulišući ponudu i tražnju**, a time i cenu novčanih sredstava, ukupan kreditni i monetarni sistem finansijsko tržište ostvaruje jednu od svojih najvažnijih uloga izraženu u obavezi održavanja stabilne nacionalne valute na jednoj strani, i stabilnog privrednog razvoja, na drugoj strani. Povećana i dugotrajna tražnja za novčanim sredstvima na finansijskom tržištu pouzdan je indikator da je došlo do povećane privredne konjunktura. Međutim, permanentna tražnja za novčanim sredstvima rezultira u porastu kamatne stope, kao pokazatelju cene novčanih sredstava na tržištu. Ovakve tendencije zahtevaju preduzimanje brojnih mera, pre svega od strane centralne banke, na području povećanja ponude novčanih sredstava na tržištu, a u cilju uravnoteženja ponude i tražnje istih. Sa druge strane, stalno prisutna veća ponuda novčanih sredstava pouzdan je indikator poslovnom bankarstvu i centralnoj banci da će u kratkom roku doći do pada kamatnih stopa, a samim tim i do poremećaja izazvanih tim padom. Prema tome, osnovna dužnost svih učesnika na finansijskom tržištu je da svojom aktivnošću, merama i instrumentima doprinose stalnom uravnoteženju ponude i tražnje, tj. stabilnoj kamatnoj stopi, odnosno stabilnoj ceni novčanih sredstava na tržištu.
6. U savremenim privredama **finansijsko tržište značajno doprinosi uspešnom funkcionisanju i operacionalizaciji politike javnog duga**, tj. politike kreditiranja države i paradržavnih organizacija kao što su: pošta, železnica, robne rezerve, itd. Značaj finansijskog tržišta na ovom području ogleda se u omogućavanju državi i paradržavnim institucijama nesmetano odvijanje procesa rada, kao i obavljanje svih funkcija koje su u njihovoj nadležnosti. Naime, država i paradržavne institucije, zahvaljujući funkcionisanju finansijskog tržišta, obezbeđuju nedostajuća sredstva emisijom i prodajom obveznica, kao dužničkih hartija od vrednosti.

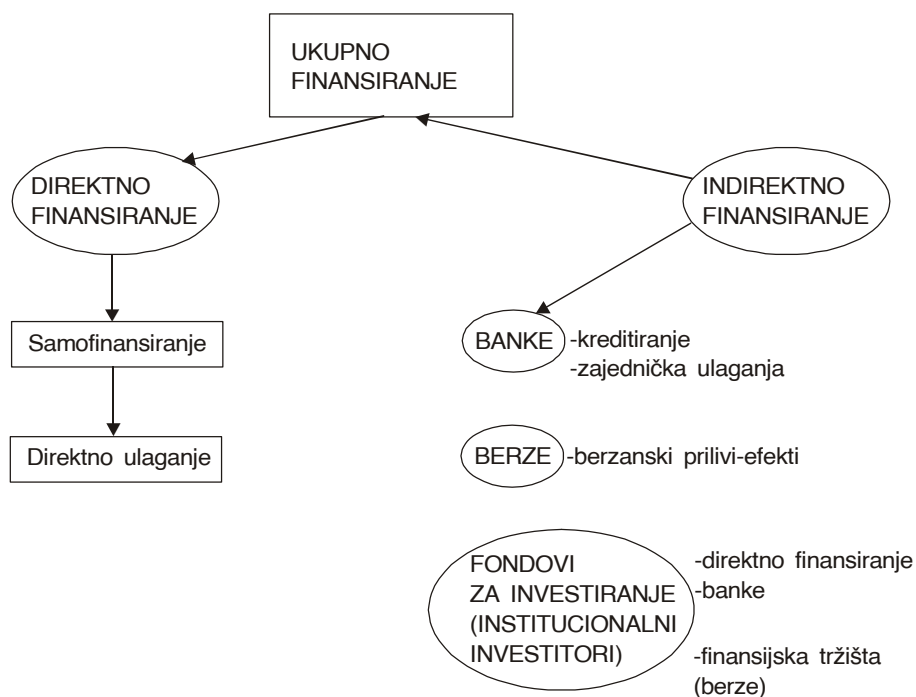
Teorija investicija, štednje i monetarna teorija smatraju da nema automatske ravnoteže u formiranju novčane akumulacije (štednje) i realnih investicija, kako u vremenu formiranja, tako i po nosiocima i mestu formiranja. Ne postoji ni *ex ante* ravnoteža na tržištu novca. Finansijsko tržište treba da osigura potreban obim, strukturu i alokaciju akumulacije, kod subjekata koji štede, da bi zadovoljili odgovarajući obim, strukturu i kvalitet investicija kod investitora. Redovno postoji asimetrija u pogledu formiranja štednje (subjekti, mesta, vreme) i procesa investiranja.

Ta asimetrija može se ublažiti upotrebom raznih mehanizama i mera:

- a) putem alokacije štednje preko budžeta,
- b) putem alokacije štednje preko posebnih fondova,
- c) putem alokacije štednje preko bankarskog sistema,
- d) putem alokacije štednje preko finansijskog tržišta.

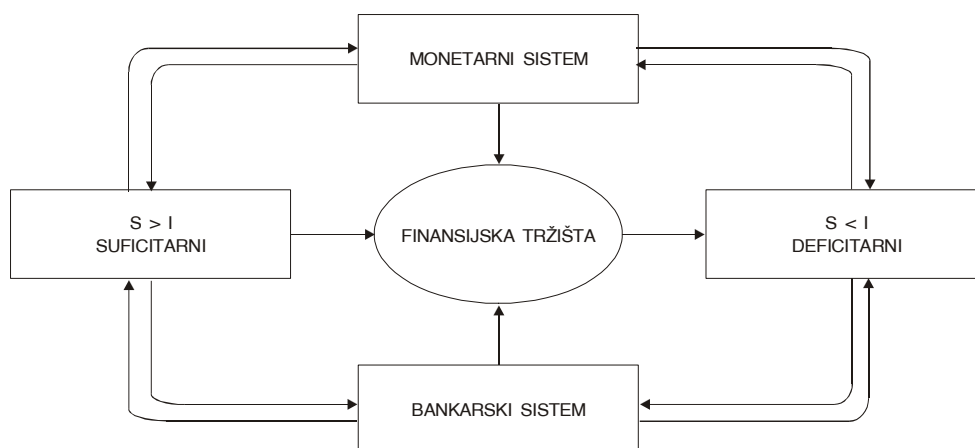
Proces finansiranja, tj. transformacija novčane akumulacije u investicije, može se ostvariti na nekoliko načina: samofinansiranjem ili internim finansiranjem, direktnim finansiranjem (gde suficitarni sektor stupa u direktne odnose sa investitorima) i indirektnim finansiranjem (preko posredničkih finansijskih institucija), što se jasno vidi iz sheme 4. Drugi i treći način redovno se odvijaju preko finansijskog tržišta.

Finansijsko tržište obavlja **alokaciju akumulacije (štednje)**, u cilju njene najefikasnije upotrebe u proizvodnji. Vlasnici viškove sredstava stavljaju na raspolaganje proizvodnim subjektima u obliku kredita ili vlasničkih ulaganja. Ovaj proces kreira finansijske instrumente, tj. potraživanje vlasnika viškova sredstava i obavezu proizvodnog subjekta. Vlasnici kapitala javljaju se u funkciji finansijskog ulaganja, a korisnici kapitala u funkciji realnog ulaganja. Po pravilu oni pripadaju različitim sektorima privrede, koji su, kao što je to predstavljeno shemom 5, kao celina suficitarni, odnosno deficitarni sektori.



Shema 4: Način finansiranja-prenošenja štednje na investicije

Finansijsko tržište je jedino u stanju da vrši **konzentraciju i efikasnu disperziju štednje**, da vrši disperziju rizika i diversifikaciju i rangiranje investicionih projekata. Obavljajući alokativnu funkciju finansijsko tržište osigurava dve bitne funkcije: obezbeđuje optimalnu strukturu proizvodnih i drugih aktivnosti i opredeljuje i unapređuje efikasnost svakog investicionog projekta.



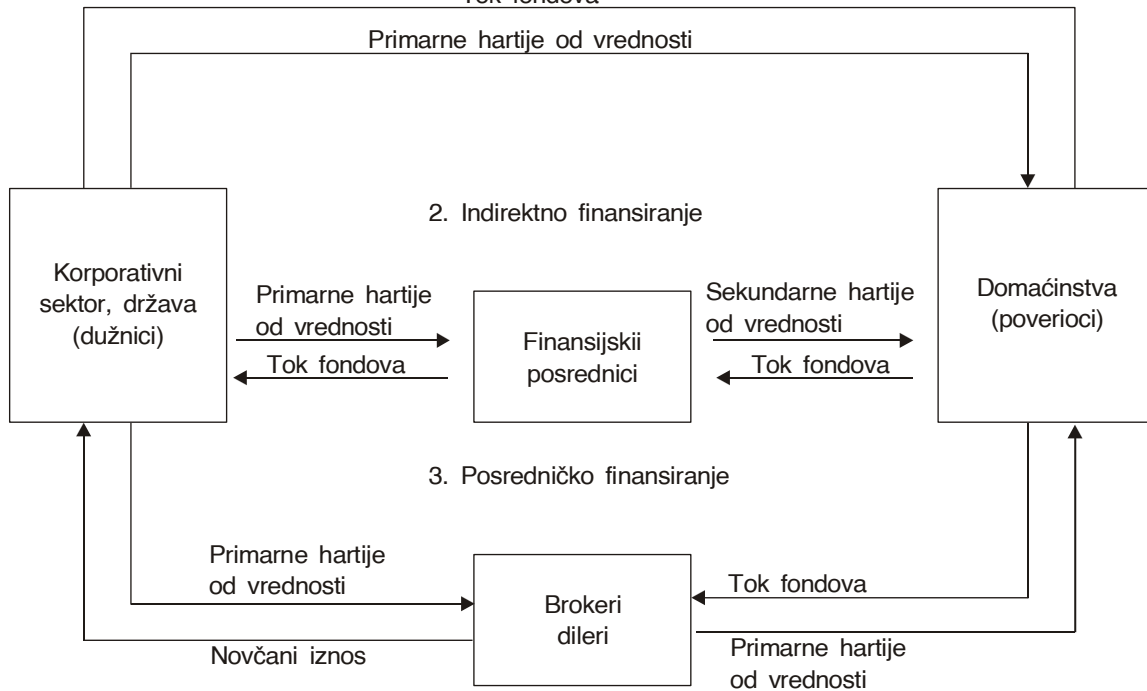
Shema 5: Povezanost suficitarnih i deficitarnih sektora u privredi i tržišta novca i kapitala



## FINANSIJSKO TRŽIŠTE

### 1. Direktno finansiranje

Tok fondova



Shema 6: Transferna uloga finansijskog tržišta

**Transfornu funkciju** finansijsko tržište obavlja kao primarno tržište, odnosno tržište na kome se vrši emisija (kreiranje) finansijskih instrumenata-ovu funkciju možemo pratiti preko statistike novčanih tokova-Flows of Funds.<sup>44</sup> Modaliteti organizacije primarnog tržišta mogu uključiti delatnost klasičnih finansijskih posrednika (banaka), institucionalnih investitora (osiguravajuće organizacije, penzioni fondovi), ali se može uspostaviti i neposredni odnos između emitenta i kupca, poznat pod nazivom dezintermedijacija, koja sve više dobija na značaju jer stimuliše nove tržišne elemente, procedure i instrumente. Ovi odnosi između učesnika na finansijskom tržištu u obavljanju transferne funkcije prikazani su na shemi 6.

Kreiranje finansijskih instrumenata vezuje sredstva u roku na koji je kredit odobren, tj. kada je reč o svojinskom ulaganju, na neodređeno vreme. Međutim, finansijsko tržište pruža poveriocima mogućnost da u slučaju potrebe za likvidnim sredstvima pretvore finansijske instrumente u gotov novac. Ovu **funkciju likvidnosti** vrši sekundarno tržište, na kome se obavlja promet već emitovanih finansijskih instrumenata.

**Cenovna funkcija (Price Discovery)** proističe iz samog karaktera finansijskih potraživanja. Kako hartija od vrednosti označava pravo na budući prinos, vrednost iste zavisiće od očekivanog prinosa i procene rizika koji prati taj prinos. Naime, kapitalizacija prinosa određuje cene finansijskih instrumenata.

Razvijeno i organizovano finansijsko tržište utiče na **smanjenje troškova trgovine hartijama od vrednosti (transakcioni troškovi)** jasnim pravilima trgovine (u cilju sprečavanja zloupotrebe poverenja), standardizacijom i uprošćavanjem trgovine,

<sup>44</sup> James C. Van Horne, Fundamentals of Financial Management, 9<sup>th</sup> Edition, Prentice-Hall, London, 1989., str.15

rešavanjem konflikata proizašlih iz trgovine i garantovanim izvršenjem zaključenih transakcija.<sup>45</sup>

Finansijsko tržište vrši i **informativnu funkciju** kroz pružanje adekvatne informacije učesnicima u trgovini o ceni akcija, obveznica i drugih finansijskih instrumenata i obimu trgovine, kao i njihovim fluktuacijama.

Jedna od funkcija finansijskog tržišta je **održavanje stabilnosti kupovne snage novca u privredi i intervalutarne vrednosti novca**, a time i privrede u celini. Ne manje važna je i funkcija omogućavanja željene strukture imovine preduzeća, korporacija i drugih firmi (likvidna sredstva, manje likvidna, realna imovina, finansijska ulaganja i dr.), kao i njihova brza izmena u zavisnosti od poslovne politike, ali i opšte ekonomske situacije u privredi i privrednih trendova.

Finansijsko tržište odlučujuće utiče na osnovne kategorije finansijskog sistema, posebno na regulatorne veličine - tržišne kamatne stope i normativnu diskontnu stopu, jer investicione odluke preduzeća zavise od informacija dobijenih sa finansijskog tržišta. Kada istražujemo kamatnu stopu na primarnom finansijskom tržištu, u uslovima ravnoteže, ova stopa mora biti ista kao i kamatna stopa na sekundarnom tržištu finansijske aktive ali ista kao i stopa povraćaja na stok kapitala. Ovo je glavna veza između finansijskog tržišta i tržišta realnih proizvoda i usluga.<sup>46</sup> Ukoliko je, međutim, finansijsko tržište nerazvijeno, normativnu funkciju vrši eskontna sopa centralne banke. Prema tome, ovu funkciju tržište preuzima tek kada ima atribut efikasnosti.<sup>47</sup>

Razvoj savremenih finansijskih tržišta uslovljen je procesima inovacije i konkurencijom, koji dovode do kontinuiranog kreiranja novih finansijskih instrumenata i širenja tržišta, tj. koji rezultiraju u njegovoj **globalizaciji**. Prema američkom autoru *Kembelu* sve inovacije na finansijskim tržištima mogu se podeliti na inovacije proizvoda, procesa i organizacije. **Inovacije proizvoda** obuhvataju stvaranje novih proizvoda, tj. finansijskih instrumenata. Kreiranje novih instrumenata je odgovor finansijskog tržišta na promene u okruženju, posebno na kolebljivost kamatnih stopa. **Inovacije u procesima** vezane su za infrastrukturu tržišta, tj. korišćenje kompjuterske tehnologije i komunikacije. **Organizacione inovacije** sadržane su u kreiranju novih institucija na tržištu, kao što su npr. investicione kompanije. Za savremena finansijska tržišta imanentni su i **proces deregulacije**, koji su dobili zamah naročito posle Big Bang-a, koji se desio na Londoskoj berzi. Osnovne karakteristike ovog procesa su: demonopolizacija tržišta, tj. ravnopravni pristup tržištu različitih finansijskih institucija, formiranje samoregulatornih organa umesto državne regulative pojedinih aspekata trgovine, rastuća trgovina na finansijskim tržištima van matičnih država, itd. Karakteristično je da proces deregulacije podrazumeva dva paralelna toka: na jednoj strani dobro promišljeno smanjivanje zakonskog propisivanja određenih uslova, kriterijuma, ograničenja ili zabrana, a na drugoj strani jačanje regulative (podzakonskih akata) a naročito kontrole. Pri tome se, istovremeno u znatnoj meri koristi dalje delegiranje regulative na samoregulatorna tela, koja predstavljaju razne domaće profesionalne asocijacije i udruženja, kojima država poverava javna ovlašćenja za donošenje etičkih kodeksa i profesionalnih pravila za primenu, u poslovanju njihovih članica. Ovaj vid regulisanja tržišta posebno je efikasan, jer oslobađa obavezu vlade da same predlažu i brane razna ograničenja i usmeravanja pred višestranačkim parlamentima, a koja su osim toga u centru pažnje raznih lobija i medija, a poznato je da profesionalna

---

<sup>45</sup> Meir Kohn, *Financial Institutions and Markets*, McGraw-Hill, New York, 1994., str.454

<sup>46</sup> Tim S. Campbell, *Money and Capital Markets*, Scott, Foresman and Company, Glenview, Illinois, 1988., str.32

<sup>47</sup> Finansijsko tržište je efikasno ako cene finansijskih instrumenata tačno odražavaju inherentnu vrednost i u potpunosti odražavaju sve raspoložive informacije.

udruženja, po pravilu, znaju da budu oštija u rešenjima, nego što bi to vlada iz političkih konsideracija smela da bude u svojim predlozima.

Respektujući napred navedene funkcije da se zaključiti da se privredni razvoj bilo koje zemlje ne može zamisliti i ostvariti bez dobro organizovanog i efikasnog finansijskog tržišta. Osnovne determinante razvoja i efikasnog funkcionisanja bilo kog finansijskog tržišta su:

- a) svojinski pluralizam i podjednak tretman svih oblika svojine,
- b) tržišni uslovi privređivanja,
- c) sloboda privrednih subjekata u kreiranju i realizaciji poslovne politike,
- d) razvijen bankarski sistem,
- e) razvijen finansijski sistem,
- f) široka lepeza ponude atraktivnih hartija od vrednosti,
- g) valorizacija finansijskih instrumenata pod uticajem ponude i tražnje,
- h) stabilan devizni kurs i kupovna snaga novca,
- i) postojanje jedinstvenog finansijskog tržišta,
- j) visok nivo samostalnosti centralne banke,
- k) otvorenost i povezanost domaćeg sa međunarodnim tržištem novca i kapitala,
- l) visok stepen koncentracije i centralizacije finansijskih sredstava,
- m) postojanje jake pravne države,
- n) postojanje dovoljno visokog nivoa nacionalne štednje, itd.

Tek sa ispunjenjem svih ovih preduslova može se govoriti o razvijenom finansijskom tržištu.

### ***1.6. Finansijsko tržište u funkciji finansijskog menadžmenta***

Uspešno obavljanje finansijske funkcije u bilo kojoj organizaciji nije moguće bez dobrog poznavanja sveta savremenih finansija. Finansije prožimaju sve sfere, segmente, aktivnosti i poslove ljudi u okviru jedne zemlje. One predstavljaju ogledalo realnih društveno-ekonomskih tokova, kao i sliku efikasnosti i efektivnosti poslovanja pojedinih učesnika. Zajedno sa trgovinom predstavljaju najbrži način za povezivanje različitih nacionalnih ekonomija na međunarodnom planu. Finansijska funkcija je od krucijalnog značaja za sve učesnike privrednog i društvenog života uopšte. Obavljanje finansijske funkcije pomaže u pribavljanju, planiranju i upravljanju finansijskim sredstvima, a sve u cilju ostvarivanja pojedinačnih ciljeva raznih organizacija i pojedinaca, kao učesnika privrednog i društvenog života. Sve učesnike moguće je svrstati u četiri osnovne kategorije:<sup>48</sup>

- a) javni sektor (država i njeni organi, državna preduzeća, humanitarne organizacije, itd.),
- b) sektor privrede (razni oblici organizovanja preduzeća),
- c) sektor stanovništva (fizička lica) i
- d) ino sektor (subjekti iz inostranstva).

Obavljanje finansijske funkcije u okviru finansijskog menadžmenta zasniva se na nekim opštim principima koji su zajednički za sve učesnike. Međutim, postoje i određene razlike koje zavise od karaktera samih učesnika privrednog i društvenog života, kao i prirode njihovih delatnosti ili aktivnosti. Pogled na mesto i ulogu finansijskog menadžmenta vremenom se značajno menjao. U velikoj meri je zavisio od stepena

---

<sup>48</sup> Erić Dejan, Finansijska tržišta i instrumenti, Viša poslovna škola i Naučna knjiga, Beograd, 1997., str.14

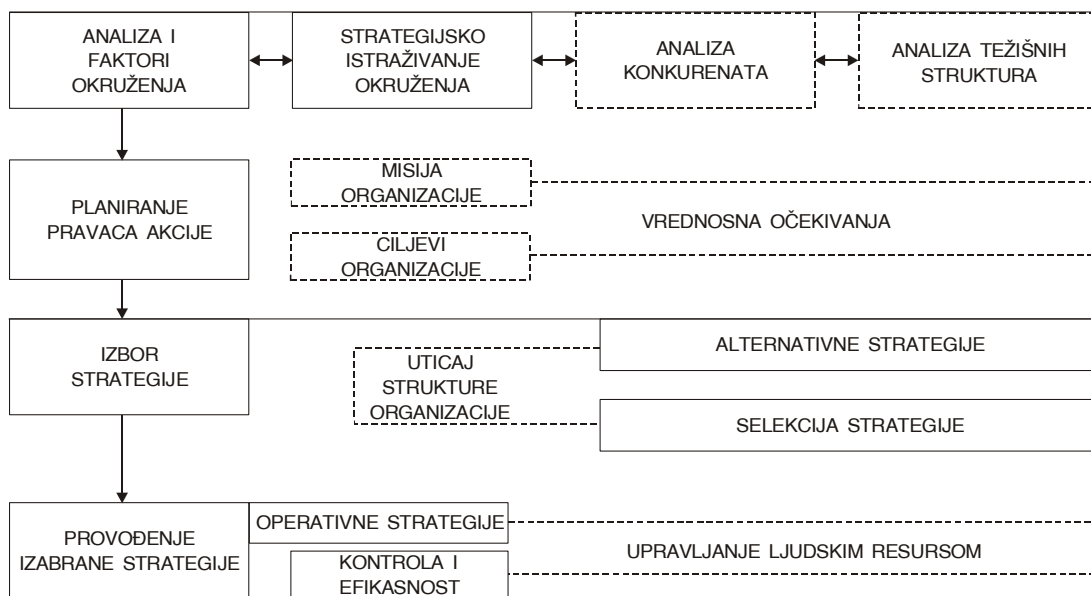
dostignutog društvenog i privrednog razvoja, kao i ukupne razvijenosti finansijskog sistema i finansijskih tržišta u okviru jedne zemlje. Njegova uloga i zadaci tokom vremena su se širili, paralelno sa celokupnim društvenim napretkom.<sup>49</sup>

Finansijski menadžment kao segment strategijskog menadžmenta spada u esencijalne ljudske aktivnosti savremenog sveta. Strategijski menadžment predstavlja savremeni stil upravljanja organizacijom, koji polazi od nove biznis filozofije u upravljanju finansijskim i realnim faktorima rasta (firme, preduzeća, grane, oblast trgovine). Strategijski menadžment uključuje u sebe ciljeve, sredstva i instrumente osnovne (izabrane) i alternativnih strategija razvoja ili restrukturiranja.<sup>50</sup>

Strategijski menadžment predstavlja novu filozofiju upravljanja procesima i faktorima rasta utoliko što svesno komponuje te faktore uključujući eksterna delovanja, minimizirajući pri tome stihijske procese i gubitke u razvoju i rezultatima rasta koji bi pri tome nastali. Strategijski menadžment uključuje:

- 1) Kompoziciju faktora koji deluju iz okruženja (u odnosu na granu, oblast, preduzeće),
- 2) Planiranje pravaca razvoja i akcije,
- 3) Planiranje strategije,
- 4) Sprovođenje izabrane strategije (od mogućih varijanata strategije razvoja).<sup>51</sup>

Menadžment je i nauka i veština upravljanja procesima u preduzećima, ali i kreativna praksa i nova poslovna filozofija istovremeno. Kao interdisciplinarna nauka on u sebe uključuje 23 naučne discipline (ekonomija, organizacija, sociologija, geografija, psihologija, tehnika, logistika, matematika, etika, pravo, informatika, tehnologija, andragogija, kadrologija, agronomija, edukologija, demografija, medicina rada, strategija planiranja, itd.). Greenley je u svojoj knjizi model strategijskog menadžmenta prikazao na sledeći način:<sup>52</sup>



Shema 7: Model strategijskog menadžmenta

<sup>49</sup> Finansijski i bankarski menadžment u savremenim uslovima privređivanja-zbornik radova, Brezovica, GKP "BAF" Prizren, 1997., D-66

<sup>50</sup> Oldcorn, L.A., Menadžment, Svjetlost, Sarajevo, 1990., str. 28

<sup>51</sup> Milicević-Špoljarić, Model strategijskog menadžmenta, Direktor 6-8, 1991., str.10

<sup>52</sup> Greenley, Strategic Management, Prentice-Hill, New York, London, 1989. str. 18

Prva komponenta u modelu strategijskog menadžmenta odnosi se na *istraživanje okruženja*, kako internog, tako i eksternog, a sve u cilju dobijanja informacija o ukupnoj snazi preduzeća, faktorima rasta, raspoloživim resursima, ciljevima razvoja, konkurenciji, tržišnoj strukturi, ponašanju potrošača, platežnoj sposobnosti kupaca, prodaji i segmentaciji tržišta.

Druga komponenta u modelu strategijskog menadžmenta odnosi se na *planiranje pravaca akcije*, determinisanih delovanjem brojnih promenljivih faktora okruženja. Izbor preduzeća, ciljevi i metodi organizacionog povezivanja, sinhronizacija akcija, vrednosna očekivanja, potrebni instrumenti i rezultati, njihova kvantifikacija u svakoj fazi sprovođenja strategijskog projekta, predstavljaju fazu bez koje se ne može. Misija organizacije sastoji se u uključenju najnovijih dostignuća iz područja gde se sprovodi novi strategijski menadžment (privreda u celini, grana, preduzeće) uz istovremeno utvrđivanje indikatora razvojnog delovanja. Misija, takođe, treba da pruži odgovor o razlozima postojanja subjekta, o njegovom poslovanju, tj. o razvojnoj i poslovnoj strategiji, kao i o položaju na tržištu. Dalje, misija organizacije mora da uključi nivo i strukturu tržišne orijentacije subjekta, interne i eksterni faktore razvoja, njihovo "doziranje", vreme njihovog angažovanja, cene tih faktora, kao i efekte u profitu. Pored misije, značajno mesto zauzimaju i ciljevi organizacije. Oni su po pravilu vezani za ubrzanje rasta, porast profitabilnosti, povećanje efikasnosti i racionalnosti, povećanje odgovornosti prema zaposlenima i društvu (zarade i porezi). Osnovni ciljevi vezani su za kvalitet, korisnost, pouzdanost privrede, dizajn, leaderski položaj na tržištu, zasnovanost inovacija na domaćim ili uvoznim resursima, nivo zavisnosti od internih i eksternih faktora rasta, povezanost i zavisnost sa svetskim tržištem.

Treća komponenta u modelu strategijskog menadžmenta odnosi se na *izbor strategije*, determinisanog brojnim faktorima:

- 1) Dosadašnjeg nivoa razvoja organizacije,
- 2) Dostignutog nivoa razvoja preduzeća,
- 3) Snage i resursa preduzeća,
- 4) Okruženja u kome deluje,
- 5) Menadžerskog tima,
- 6) Stanja i odnosa u kolektivu,
- 7) Opšte strategije razvoja preduzeća u budućnosti.

Prema rezultatima istraživanja do kojih je došao H. Ansoff mogu se izdvojiti tri glavne komponente u formulisanju strategije korporacije:<sup>53</sup>

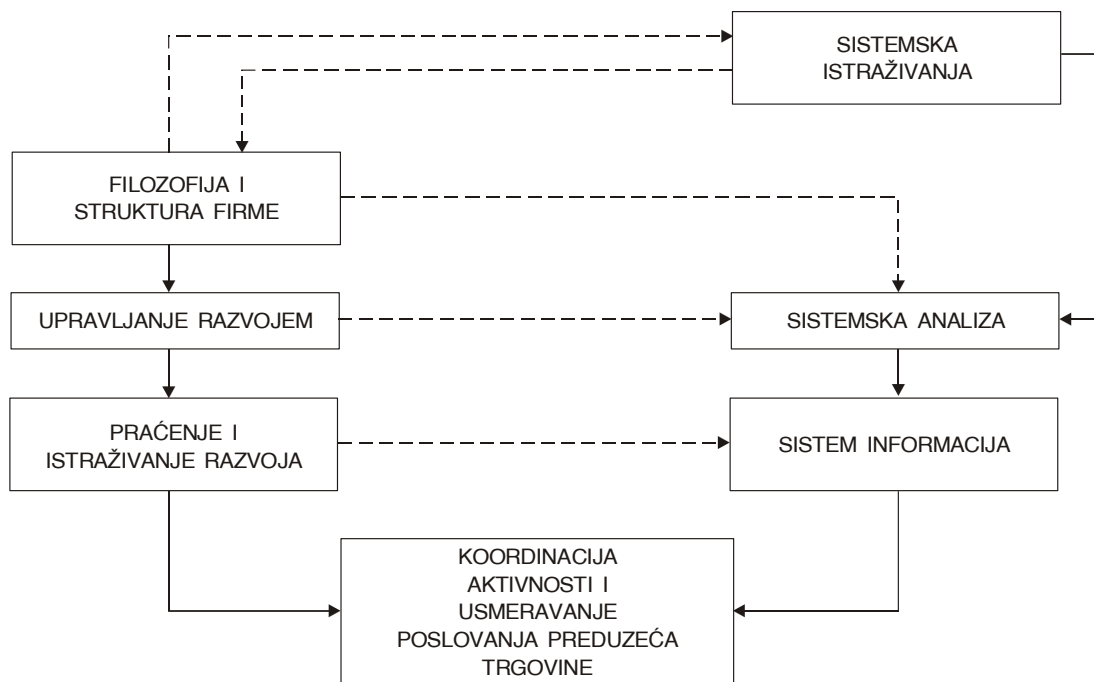
- 1) Domen proizvoda (tržište, matrice vektora rasta, razvoj privrede, razvoj tržišta i diverzifikacija),
- 2) Konkurentska prednost,
- 3) Sinergija.

Imajući u vidu osnovni strateški cilj u menadžmentu razvojnih tržišnih struktura, model savremenog menadžmenta prikazan je na shemi 8.

Osnove savremenog menadžmenta zasnivaju se na: teoriji sistema, teoriji odlučivanja, teoriji firme, teoriji organizovanog ponašanja, formalnoj logici, matematičkoj logici, modeliranju struktura, matematičko-statističkoj analizi, ekonometrijskim modelima, andragogiji, sociologiji i psihologiji rada, itd.

---

<sup>53</sup> Ansoff, H., *Ridings in Strategic Management*, MacMillan Press, London, 1989., str. 79



Shema 8: Model savremenog strategijskog menadžmenta

Strategijski menadžment u izboru alternativnih strategija polazi sa tri aspekta:<sup>54</sup>

- 1) Operativni i kadrovski menadžment (integritet poslovnih funkcija privrednog subjekta),
- 2) Upravljanje humanim kapitalom (ljudskim resursima). Ovaj aspekt se odnosi na sposobnost menadžera na različitim nivoima organizacije,
- 3) Kontrola i efikasnost prihvaćene alternative (moguća je i paralelna, komparativna analiza alternativnih varijanti i korišćenje prednosti iz drugih varijanti).

Strategijski finansijski menadžment dobro sproveden omogućava najbrže ostvarivanje osnovnih ciljeva finansijskog menadžmenta, tako da on obuhvata sledeće segmente:

- 1) Finansijski marketing,
- 2) Finansijski inženjering,
- 3) Finansijski menadžment.

**Finansijski marketing** je integralni deo finansijske funkcije preduzeća. Naime, marketing koncept je izuzetno važan za organizaciju finansijskog poslovanja preduzeća, jer je marketinški pristup u finansijskom poslovanju imanentan tržišnoj privredi. Spektar zadataka finansijskog marketinga je vrlo širok: izrada plana potrebnih sredstava, utvrđivanje rokova, namene i izvora sredstava, namensko ulaganje u proces reprodukcije, povraćaj uloženi sredstava, naplata dospelih potraživanja, praćenje priliva i odliva novčanih sredstava, plasiranje viška priliva sredstava, nalaženje dopunskih izvora za pokriće diskrepance između većeg odliva i manjeg priliva, praćenje promena na tržištu novca i kapitala, praćenje kretanja kolebanja deviznih kurseva i kamatnih stopa, finansijska evaluacija rentabilnosti poslovanja, ocena promene finansijske strukture, održavanje likvidnosti i solventnosti preduzeća, ocena investicionih projekata, ocena rizika, itd. Finansijski menadžment i marketing nastoje da se prikupljaju novčana sredstva u skladu sa planom potrebnih sredstava, koja se jednim delom transformišu u materijalna

<sup>54</sup> Brekić, J., Strateški menadžment, Megatrend, Beograd, 1991., str.12

sredstava, dok se njihov drugi deo koristi za tekuća plaćanja. Finansijski marketing usmerava prikupljena novčana sredstva finansijskim planiranjem i distribucijom sredstava s ciljem da se poveća obrt sredstava, proširi obim proizvodnje i diverzifikuje plan prodaje. Finansijski marketing obuhvata pet instanci. U prvoj instanci aktivnost je usmerena na *utvrđivanje kvantuma raspoloživih novčanih resursa i na planiranje novčanih sredstava*. Finansijski marketing omogućava dinamiziranje finansijske funkcije preduzeća, dajući joj aktivnu i mobilizatorsku ulogu u procesu kreiranja i sprovođenja razvojne politike preduzeća. Druga instanca znači *prikupljanje novčanih sredstava za tekuće poslovanje*. Od ovog segmenta ciklusa finansijske funkcije najviše zavisi odvijanje normalnog toka poslovanja i finansijski rezultat preduzeća. Treća instanca finansijskog marketinga je *problem finansiranja*, kao trajni zadatak finansijske funkcije preduzeća, unutar koje finansijski marketing insistira na iznalaženju optimuma potrebnih sredstava za tekuće poslovanje, (po obimu, strukturi i dinamici) i na istraživanju racionalnih izvora sredstava za investicije.<sup>55</sup> Prema tome, zadatak finansijskog marketinga na ovoj instanci je da analizira: izvore sredstava, tekuće obaveze, novčana sredstva, nivo zaliha, itd. U četvrtoj instanci *razrešava se karakterističan problem finansiranja zaliha gotovih proizvoda i kupaca*, preko koga se uspostavlja koordinacija finansijske i komercijalne službe. Za petu instancu karakteristična je *problematika vraćanja pozajmljenih finansijskih resursa*, radi očuvanja potrebnog nivoa likvidnosti i solventnosti preduzeća.

**Finansijski inženjering** predstavlja set finansijskih usluga usmerenih da olakšaju osnivanje i razvoj preduzeća, uključujući i savete i pomoći u procesu finansijskog upravljanja. Naime, finansijski inženjering je postao forma posredovanja u strukturi inovativnih poslova. U savremenim uslovima privređivanja banke su nezaobilazna karika preduzećima koja traže sofisticovane finansijske inovacije. Jer, čak iako se preduzeća dogovore o međusobnom finansiranju preko komercijalnih papira, čime zaobilaze banke, neophodna je saradnja sa njima, ne samo radi dobijanja jemstva, nego i radi plasmana ovih papira. To je diskretan i koristan revanš banke koji kompenzira, do izvesne mere, kamate koje nije naplatila.<sup>56</sup> Najznačajnije funkcije finansijskog inženjeringa su: procena vrednosti preduzeća, njihova privatizacija, akvizicija-cesija, otkup preduzeća tehnikom LMBO (Leveraged management by out), finansijsko koncentrisanje ili razdvajanje preduzeća, spajanje i penos preduzeća, traženje finansijskog partnerstva, finansijsko restrukturiranje preduzeća, formulisanje javnih ponuda za preuzimanje preduzeća, utvrđivanje operacija za finansiranje, plasmane i upravljanje finansijskim sredstvima, kao i diverzifikacija finansijske strukture preduzeća. Finansijski inženjering ima za zadatak da osigura finansiranje preduzeća, da predloži nove procedure finansiranja, da pripremi operacije koje osiguravaju finansiranje, da aranžira finansiranje projekata, itd. Pored napred navedenih funkcija i zadataka, "estetska hirurgija" bilansa predstavlja biser finansijskog inženjeringa.

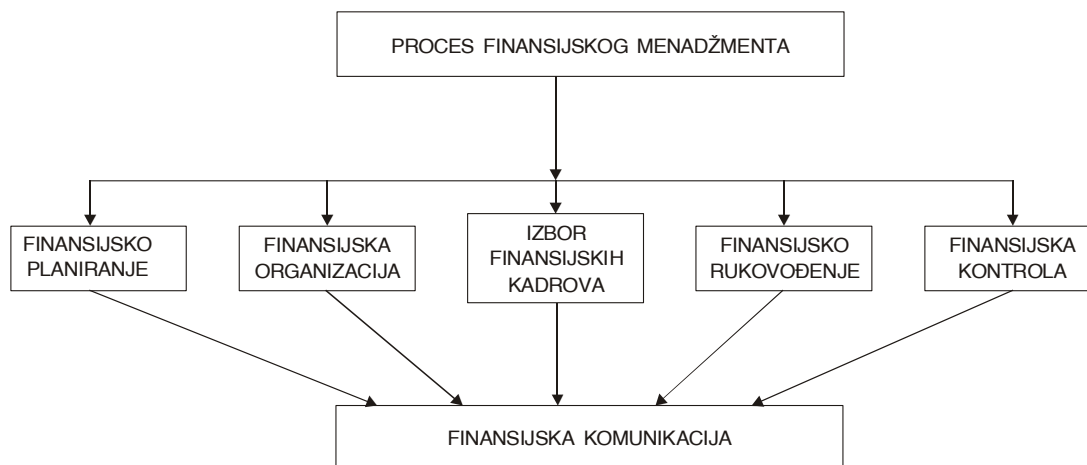
**Finansijski menadžment** je jedna od esencijalnih ljudskih aktivnosti savremenog sveta. *Merton* smatra da je finansijski menadžment proces kreiranja finansijskih uslova za efikasno postizanje odabраниh finansijskih ciljeva.<sup>57</sup> Menadžerstvo je u direktnoj korelaciji sa efikasnošću i efektivnošću. Osnovni cilj svakog menadžera je isti, a to je stvaranje profita. U tom kontekstu, svaki finansijski menadžer mora da poznaje pet osnovnih funkcija finansijskog menadžmenta, i to: 1) finansijsko planiranje, 2) finansijsku organizaciju, 3) izbor finansijskih kadrova, 4) finansijsko rukovođenje i 5) finansijsku kontrolu. Ove funkcije simultano determinišu proces finansijskog menadžmenta, kao što je prikazano na sledećoj shemi.

---

<sup>55</sup> Coe, Ch. K., Public Financial Management, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1989., str. 189

<sup>56</sup> Vašer, M., Finansijski inženjering, Jugoslovensko bankarstvo, 8/90, 1990., str.23

<sup>57</sup> Merton, R. C., Continues - Time Finance, Basil Blackwell, Oxford, 1990., str. 49



Shema 9: Finansijski menadžment-funkcije i sastavni delovi

Kao što se iz ove sheme može videti finansijske komunikacije su od izuzetne važnosti u svim fazama finansijskog menadžmenta, jer vrše integraciju svih menadžerskih funkcija. Finansijske komunikacije su neophodne radi određivanja finansijskih ciljeva preduzeća, utvrđivanja finansijskih planova, organizacije ljudskih i finansijskih resursa, izbora finansijskih kadrova za ostvarenje postavljenih ciljeva, kao i radi vršenja finansijske kontrole pri obavljanju finansijskih poslova.<sup>58</sup> Ovde treba naglasiti da su se uloge i zadaci finansijskog menadžmenta tokom vremena širile, paralelno sa celokupnim društvenim i ekonomskim prosperitetom.

Osnove finansijskog menadžmenta postavljene su karajem 19-tog i početkom 20-og veka. Glavna preokupacija finansijera toga vremena bila je prikupljanje slobodnih sredstava i kapitala za finansiranje normalnog poslovanja, rasta i razvoja. Kapital je u fazi razvoja industrijskog društva predstavljao oskudan ekonomski resurs. Toj oskudici su doprinosile i karakteristike tadašnjeg finansijskog tržišta. Ono je bilo nerazvijeno, što je značajno otežavalo transfer kapitala od suficitarnog ka deficitarnom sektoru. Sa druge strane, postojalo je veliko nepoverenje u finansijske instrumente, institucije i računovodstveno izveštavanje. Tako da su se osnovni zadaci finansijskog menadžmenta uglavnom sastojali u pribavljanju i racionalnom korišćenju finansijskih sredstava radi efikasnog obavljanja ostalih operacija i funkcija. Ovo ujedno i predstavlja najuže shvatanje finansijske funkcije.<sup>59</sup>

Poimanje finansijskog menadžmenta i obavljanje finansijske funkcije na gore navedeni način u svetu je dominiralo sve do sredine 60-ih godina. Ovaj pristup-starije shvatanje bio je prožet još nekim aktivnostima, kao što su: računovodstvo, finansijske analize i finansijsko planiranje. Pri tome, od sredine 30-ih godina (najpre u SAD) dolazi do promena, pre svega u oblasti regulisanja rada finansijskih tržišta i finansijskih institucija. Prisutne su tendencije jačanja finansijske discipline i povećanja odgovornosti za sve učesnike, kroz sve veću javnost rada, što je imalo dalekosežne pozitivne efekte. Paralelno sa promenama na finansijskim tržištima najrazvijenijih zemalja dolazi do širenja spektra aktivnosti finansijskih menadžera. Među teoretičarima ne postoji saglasnost o aktivnostima unutar finansijskog menadžmenta. Tako npr. amerikanci *Schall i Haley* smatraju da su

<sup>58</sup> Asch, D., Readings in Strategic Management, MacMillan Press, London, 1989., str 137

<sup>59</sup> Pearson Hunt, Charles M. Williams and Gordon Donaldson, Basic Business Finance - Text and Cases, Revised Edition, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1961., str.3



osnovne aktivnosti u okviru finansijske funkcije, odnosno u okviru finansijskog menadžmenta sledeće:<sup>60</sup>

- 1) Finansiranje i investicije:
  - obezbeđivanje gotovine i likvidnih sredstava za nesmetano obavljanje tekuće aktivnosti,
  - obezbeđivanje finansijskih sredstava za finansiranje investicione aktivnosti;
- 2) Računovodstvo i kontrola:
  - sastavljanje finansijskih izveštaja,
  - računovodstveno obuhvatanje i kontrola finansijskog poslovanja,
  - utvrđivanje devijacija,
  - obavljanje plaćanja, izmirivanje poreskih i drugih obaveza,
  - poslovi oko inventarisanja,
  - obračun amortizacije, i slično;
- 3) Predviđanje i dugoročno planiranje:
  - predviđanje troškova,
  - predviđanje promena tehnoloških i tržišnih uslova i na toj osnovi buduće prodaje i prihoda;
- 4) Određivanje cena i kontrola troškova;
- 5) Ostale funkcije:
  - kreditiranje-uzimanje, davanje, naplata, otplata,
  - poslovi osiguranja,
  - poslovi u vezi penzionih planova,
  - sistemi nagrađivanja i materijalnog stimulisanja.

Prema Westonu i Copelandu finansijski menadžment za preduzeća ima najmanje tri bitne uloge:<sup>61</sup>

- 1) pri donošenju investicionih odluka,
- 2) u finansiranju tekućeg poslovanja,
- 3) u odlučivanju o isplatama dividendi.

Isti autori smatraju da se osnovni zadaci finansijskih menadžera u preduzećima sastoje u planiranju pribavljanja i korišćenja finansijskih sredstava, kako bi se maksimirala vrednost preduzeća i na toj osnovi kreiralo blagostanje za vlasnike. Uz to oni obavljaju i druge funkcije: računovodstvenu funkciju, funkciju izveštavanja, kontrole, revizije, i sl. Finansijska funkcija i finansijski menadžment se tesno prepliću i utiču na obavljanje svih drugih poslovnih funkcija u okviru preduzeća, tj. na proizvodnju ili vršenje usluga, promet, marketing, istraživanje i razvoj, upravljanje ljudskim resursima, itd.

Početak 70-ih godina dolazi do velikih promena u svetu savremenih finansija, koje su dovele i do promene uloge finansijskog menadžmenta. Na promenu uloge finansijskog menadžmenta najznačajniji uticaj su imale promene koje su se dešavale na finansijskim tržištima. Naime, dolazi do pojave novih oblika finansijskih instrumenata, usavršavanja informacione tehnologije i telekomunikacionih sistema, rušenja barijera nacionalnih tržišta, i sl., što je impliciralo u činjenici da svet savremenih finansija postane vrlo dinamična i turbulentna oblast. U takvim uslovima finansijska sredstva i kapital više ne predstavljaju tako ograničene resurse, kao što je bilo na početku veka. Neko tržište može dobiti epitet razvijenog tržišta, samo ukoliko se sastoji iz ravnomerno razvijenih osnovnih elemenata finansijskog sistema, i to: samih tržišta (u obliku berzanske i vanberzanske trgovine), finansijskih instrumenata i finansijskih institucija. Bazična

---

<sup>60</sup> Lawrence D. Schall, Charles W. Haley, Introduction to Financial Management, 5<sup>th</sup> Edition, McGraw Hill, New York, 1988., str.9

<sup>61</sup> Fred Weston, Thomas Copeland, Managerial Finance, 8<sup>th</sup> Edition, The Dryden Press, Chicago, 1989., str.3

karakteristika savremenih finansijskih tržišta je njihova *kontinuelnost*, koja podrazumeva neprekidnost u njihovom radu i mogućnost stalnog trgovanja. Naime, na njima se cene formiraju tokom celog radnog dana, sve dok se izvršavaju nalozi kupaca i prodavaca. Ova karakteristika je vrlo značajna za finansijske menadžere, jer zahvaljujući visoko razvijenoj informacionoj tehnologiji oni su u mogućnost da neprekidno prate transakcije i da trguju 24 časa dnevno na finansijskim tržištima širom sveta. Drugu osnovnu karakteristiku savremenih finansijskih tržišta predstavlja njihova *globalizacija i internacionalizacija*. Globalizacija znači proces integracije nacionalnih finansijskih tržišta u jedno globalno međunarodno (internacionalno) finansijsko tržište. Zahvaljujući ovom procesu privredni subjekti imaju mnogo šire mogućnosti za obezbeđenje nedostajućih finansijskih sredstava. Veliki broj faktora determiniše globalizaciju i internacionalizaciju finansijskih tržišta. Prema Fabozziju, Modiglianiju i Ferriju posebno dominiraju sledeća tri faktora:<sup>62</sup>

- 1) Deregulacija i liberalizacija tržišta i aktivnosti tržišnih učesnika od strane ključnih centara sveta. Ovaj faktor je tesno povezan sa povećanjem stepena međunarodne konkurencije.
- 2) Tehnološki napredak, koji je omogućio lakšu kontrolu i monitoring. Na taj način je obezbeđen brži protok relevantnih informacija, što je direktno dovelo do povećanja efikasnosti finansijskih tržišta. Razvoj kompjuterske tehnologije i telekomunikacionih i informacionih sistema omogućio je povezivanje različitih subjekata širom sveta skoro u sekundi.
- 3) Povećanje institucionalizacije međunarodnog tržišta, što u stvari znači tendenciju pomeranja ka institucionalnim investitorima (penzioni fondovi, investicioni fondovi, osiguravajuća društva, itd.). Kao i na nacionalnim tržištima i na međunarodnom finansijskom tržištu ovi učesnici postaju najvažniji igrači, dok se smanjuje uloga fizičkih lica.

U poslednjih dvadesetak godina u većini najrazvijenijih zemalja sveta dolazi do talasa regulativnih reformi, koje su vodile ka *deregulaciji* savremenih finansijskih tržišta. Deregulacioni tokovi su se razlikovali između zemalja, ali su imali jednu zajedničku karakteristiku-smanjenje uloge države u regulisanju finansijskih tržišta. Naime, pored ove osnovne, deregulacioni tokovi obuhvataju i sledeće tendencije: kombinovanje zakonskog regulisanja i samoregulative, osnivanje samoregulativnih tela, povećanje javnosti rada, povećanje stepena konkurencije, oštrija kontrola i monitoring poslovanja svih učesnika, preduzimanje niza mera ka povećanju poverenja, otvaranje domaćih finansijskih tržišta ka ino subjektima, privatizacija, itd. U opticaju su razna objašnjenja razloga koji su doveli do deregulacije finansijskih tržišta. Prema klasičnom objašnjenju osnovni razlog ovih promena su finansijske krize do kojih povremeno dolazi. Drugi razlog je globalizacija svetskih finansijskih tržišta, gde se sa sve većim stepenom internacionalizacije pojavljuju problemi kompatibilnosti zakonske regulative između različitih zemalja. Takođe, značajan razlog, koga ne treba zapostaviti, je pojava i razvoj velikog broja finansijskih inovacija ( pojava novih finansijskih instrumenata - derivativne hartije od vrednosti, kao i pojava novih strategija).

Neke promene koje su se dešavale i koje se još uvek dešavaju na finansijskim tržištima imaju veliki upliv i na promene u finansijskom menadžmentu. Prema Kohnu najznačajnije su sledeće promene:<sup>63</sup>

- promena u načinima i metodama sakupljanja kapitala, koji sve manje postaje ograničavajući faktor rasta,

---

<sup>62</sup> Frank Fabozzi, Franco Modigliani, Michael Ferri, Foundations of Financial Market and Institutions, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New York, 1994., str. 8-9

<sup>63</sup> Meir Kohn, Financial Institutions and Markets, McGraw-Hill Inc., New York, 1994., str.11

- sve veće posvećivanje pažnje analiziranju investicionih odluka i analizi troškova kapitala,
- rast talasa merdžera, akvizicija i neprijateljskih preuzimanja i potreba pribavljanja relevantnih informacija i razvoja upotrebljivih finansijskih oruđa u tim i drugim aktivnostima restrukturiranja,
- povećanje interesovanja za poslovne aktivnosti na međunarodnom finansijskom tržištu, što je direktna posledica procesa globalizacije i internacionalizacije, kao i usavršavanja saobraćajne i informativno-telekomunikacione tehnologije,
- prilagođavanje i reagovanje na talase rastuće inflacije i druge monetarne probleme,
- potreba posvećivanja sve veće pažnje socijalnoj i društvenoj odgovornosti, itd.

Sve pobrojane, kao i ranije analizirane promene na finansijskim tržištima dovele su do porasta kompleksnosti posla finansijskih menadžera. Analogno tome došlo je i do promene uloge finansijskog menadžmenta. Prema novim shvatanjima aktivnosti savremenog finansijskog menadžmenta mogle bi da obuhvataju sledeće grupe poslova:

- 1) *Poslovi oko pribavljanja finansijskih sredstava za finansiranje aktivnosti.* Ova grupa poslova, kao i po klasičnom pogledu i dalje ostaje jedna od osnovnih preokupacija savremenih finansijskih menadžera, ali dolazi do promena u načinima njihovog obavljanja.
- 2) *Poslovi u vezi obavljanja svih plaćanja i izvršenja obaveza.* Naime, ovde se radi o poslovima iz domena finansijske operative i platnog prometa. Zahvaljujući savremenim sistemima elektornskog plaćanja i tzv. "on line" sistema, skraćuje se vreme plaćanja i dolazi do eliminacije gomila nepotrebne dokumentacije.
- 3) *Poslovi knjigovodstveno-računovodstvenog evidentiranja, finansijske analize i kontrole.* Ovde se radi o sledećim aktivnostima: računovodstvenom obuhvatanju i evidentiranju svih poslovnih promena, sastavljanju finansijskih izveštaja, analize racio brojeva, analize prelomne tačke, analize troškova, kontroli finansijskog poslovanja, itd. Zahvaljujući razvoju kompjuterske tehnologije i ova grupa poslova doživela je značajne promene, što je rezultiralo u povećanju slobode i kreativnosti finansijskih menadžera.
- 4) *Poslovi finansijskog predviđanja i planiranja izvora i potreba za finansijskim sredstvima.* Cilj ove grupe aktivnosti je identifikacija jazova i traženja načina za njihovo zatvaranje.
- 5) *Poslovi oko zaštite, smanjivanja i eliminisanja različitih oblika finansijskih rizika.* Reč je o novoj grupi poslova u okviru finansijske funkcije. Javlja se paralelno sa pojavom finansijskih inovacija-fjučersa i opcija. Finansijski menadžeri pomoću hedžing (zaštitnih) operacija mogu značajno da redukuju različite vrste finansijskih rizika u poslovanju i time omoguće lakše i efikasnije obavljanje ostalih poslovnih aktivnosti.
- 6) *Poslovi u vezi finansijskog inženjeringa,* takođe, pripadaju grupi novih poslova. Odnose se na čitav niz poslova kombinovanja različitih izvora sredstava, različitih finansijskih strategija i njihovo uključivanje u koncept kreiranja vrednosti za vlasnike i strategijske mogućnosti restrukturiranja.

Iz svega ovoga jasno proizilazi da postoji vrlo jaka korelativno-dinamička veza između stepena razvijenosti finansijskih tržišta i dostignutog nivoa razvoja finansijskog menadžmenta.

## DRUGI DEO

### 2. FUNKCIONISANJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Savremeno finansijsko tržište shvata se kao kategorija koja daleko prevazilazi osnovni koncept tržišta, kao mesta susreta ponude i tražnje, na kome deluju slepe, stihijne sile sa čestim razornim dejstvom. Iskustvo je pokazalo da tržište mora biti organizovano da bi zadovoljilo tri osnovna zahteva: sigurnost pri obavljanju poslova, sniženje transakcionih troškova i zaštitu investitora-ulagača. Od velikog značaja za dobre performanse svake ekonomije je:

- 1) da je ponuda kapitala uravnotežena sa njegovom tražnjom, tj. ne sme biti velikih manjkova ili viškova kapitala;
- 2) da je raspoloživi kapital efikasno alociran, tj. da je marginalna produktivnost kapitala ista pri različitim vidovima njegovog korišćenja.<sup>64</sup>

Ako su ova dva uslova ispunjena učešće realnog kapitala (realan kapital sastoji se od zgrada, opreme i drugih vrsta imovine i on je, pored rada i zemlje, jedan od tri osnovna faktora proizvodnje) biće najadekvatnije. Pri tome, finansijska tržišta igraju esencijalnu ulogu u postizanju ovog cilja i to iz razloga što se realni kapital upravo finansira emisijom i prodajom akcija i obveznica. To znači da se vlasnici realnog kapitala skoro u potpunosti oslanjaju na one koji imaju višak slobodnih sredstava, koji očekuju zaradu po tom osnovu. Naime, finansijsko tržište da bi bilo dobro organizovano mora da obuhvati sve relevantne strukture učesnika: poverioce, zajmoprimce, posrednike, regulativu, kontrolu i poreske organe.<sup>65</sup>

Karakteristike finansijskog tržišta koje ukazuju na to da je ono zdravo jesu: *rast*, inovacije i konkurencija. Ove karakteristike međusobno su uslovljene u neprekidnom ciklusu. Ako tržište stagnira, znači da na njemu nema inovacija i da je konkurencija izostala. Regulatori vrlo mnogo vode računa o tome da se na tržištu ne javlja situacija monopola, kartela i drugih vidova povezivanja, koja eliminišu konkurenciju i kasnije dovode do stagnacije i sloma tržišta. *Konkurencija* sa svoje strane znači potrebu za inovacijama, kako bi se nadoknadilo gubljenje prihoda do koga se dolazi na tržištu, na kome je cena jedan od bitnih elemenata konkurentnosti. *Inovacije* u formi novih finansijskih proizvoda, tehnika, strategija i koncepcija smanjuju rizik i stabilizuju prihod do određene granice, jer bez određene doze rizika, nema ni porasta prihoda. Ova protivurečnost manifestuje se kroz još jednu od bitnih karakteristika savremenog tržišta - *volatilnost ili nemirnost*. Ravnoteža ponude i tražnje stalno se narušava i pre je slučajno kratkotrajno stanje, nego ostvarivi cilj za duži vremenski period. To se manifestuje na cenama i kursovima koji stalno osciliraju oko određenih veličina, koje monetarne i devizne vlasti daju kao repere na tržištu kroz svoje instrumente i kroz svoju interventnu ulogu na tržištu. Volatilnost uslovljava nastajanje brojnih tehnika i instrumenata za otklanjanje rizika kojima su izloženi poverioci, posrednici i zajmoprimci. Ovo je naročito omogućeno primenom informatičke tehnike i tehnologije.

Tehnološki napredak na polju komunikacija i informacija ubrzao je međusobno povezivanje raznih tržišta u svetu, na način koji do nedavno nije mogao ni biti zamišljen, koji je tendenciji globalizacije tržišta dao neslućene dimenzije i zamah. Velike

---

<sup>64</sup> Hendrik S. Houthakker, Peter J. Williamson, The Economics of Financial Markets, Oxford University Press, New York, Oxford, 1996., str.284

<sup>65</sup> Vuković Dragoslav, Osvrt na organizovano finansijsko tržište-Savremeni operativni koncept, standardi, karakteristike, Financing 2-3, Novi Sad, 1998., str.19

multinacionalne banke rade neprekidno 24 časa radnim danima, tako što kroz svoje filijale i subsidijare sele svoje pozicije u raznim instrumentima i bilansnim pozicijama na raznim tržištima iz jednog u drugi veliki finansijski centar, kroz razne vremenske zone.

Većina savremenih finansijskih tržišta je visoko konkurentana, odnosno postoje hiljade velikih i malih učesnika u trgovini, pri čemu je svaki od njih rukovođen svojim interesom. Interes je osnovni motiv kojim se svi rukovode. Ako profit posmatramo kao rezultat između zarade ostvarene u manje rizičnim poslovima i gubitka kod rizičnijih ulaganja, možemo da zaključimo da u svakom poslu postoje neki osnovni rizici vezani za tržišnu ekonomiju. Upravo veliki broj učesnika sa svojim pojedinačnim interesima i donosi rizik u poslovanju, te otuda i potreba da se određena etička načela ponašanja uvedu na finansijska tržišta. Etika kao nauka o moralu i te kako ima primenu u poslovne svrhe, i to preko etičkog kodeksa poslovanja. Zato i kažemo da je poslovni bonton konkretan izraz etike. Osnovna karakteristika uspešnih tržišnih odnosa i partnerstva je etička vrednost, a to su međusobno poverenje i princip obostranog interesa. Princip međusobnog poverenja ima značaj zbog specifične robe kojom se trguje na finansijskim tržištima. Pošto se poslovi zaključuju telefonom bez prisustva samog predmeta trgovine, između partnera mora da postoji poverenje. Tako se i dešava u praksi da se posao u celosti završi a da tek nakon toga se i formalno sklopi ugovor. Princip obostranog interesa i koristi znači da nijedan od partnera ne sme imati utisak izigranog učesnika u trgovini, tj. ako se posao odradi na obostranu korist, to je pravi smisao ovog principa. Osnovni cilj etičkog kodeksa na finansijskom tržištu je zaštita investitora i očuvanje njegovih interesa. Etički kodeks se formalizuje u praksi: optimalnim sistemom informisanja, javnim karakterom svih berzanskih poslova, javnim objavljivanjem svih odluka komisija i komiteta i zaštitom od zloupotrebe, tj. obavezanim polaganjem depozita.

Osnovna ekonomska funkcija finansijskog tržišta je povezivanje finansijski suficitarnog sektora (pojedinci sa svojom štednjom i institucionalni investitori) sa finansijski deficitarnim sektorom.

Osnovni izvor kapitala je **štednja**, koja predstavlja odlaganje potrošnje za neki budući period. Kolika će biti ta dužina odlaganja trošenja zavisi od niza objektivnih i subjektivnih faktora, od kojih su najznačajniji sledeći:

- a) *Stopa ostatka ličnog dohotka i akumulacije, tj. neto štednje*, odnosno neutrošeni deo zarade pojedinca i deo neutrošene akumulacije privrednog i javnog sektora. Naime, to je onaj deo štednje čija potrošnja se može odložiti za kasnije, a da se pri tom ne ugrozi životni standard i tekuća proizvodnja. Što je veći iznos neto štednje veća je i mogućnost da će dužina roka odlaganja trošenja biti iznad godine dana.
- b) *Stopa očekivanog prihoda u budućnosti* predstavlja visinu prihoda koji se očekuje kao naknada za odloženo trošenje. Naime, tu se radi o stopi kapitalizacije, kao odnosu između očekivanog prihoda i ukupnog iznosa štednje, kao odložene potrošnje. Što je stopa očekivanog prihoda veća, biće i dužina roka odlaganja potrošnje veća od godine dana, i obrnuto. Međutim, što je rizik naplate prihoda veći, to je dužina odlaganja trošenja kraća, i obrnuto. Ukoliko na tržištu postoji atraktivna stopa kapitalizacije, uz relativno niske stope rizika za naplatu očekivanog prihoda, realno je očekivati da će doći do povećanja ponude kapitala.
- c) *Stepen razvijenosti instrumenata za stimulisanje štednje* predstavlja u stvari stepen razvijenosti finansijsko-bankarskog sektora i njegovog instrumentarijuma na području pasive, kao osnov kapitalizacije štednje. Ukoliko je ovaj sektor razvijeniji i na domaćem tržištu kapitala prisutan sa velikom lepezom svog instrumentarijuma, realno je očekivati da će rok odlaganja trošenja biti duži i obrnuto. Od razvijenosti finansijsko-bankarskog

sektora direktno zavisi veličina i obim kapitala, koji se ostvaruje “prerađivačkom funkcijom” ovog sektora.

- d) *Stepen razvijenosti i uspešnosti funkcionisanja sekundarnog tržišta hartija od vrednosti* je možda najvažniji faktor koji determiniše dužinu roka odlaganja trošenja. Ukoliko je u nekoj zemlji razvijenije i efikasnije sekundarno tržište (bilo koji oblik aktive moguće je u vrlo kratkom periodu transformisati u gotov novac), utoliko postoji veća mogućnost ostvarivanja optimalnog stepena sopstvene likvidnosti, što rezultira u ostvarivanju maksimalnih rokova odlaganja trošenja.

Sa aspekta valasnika, štednja se javlja kao: štednja pojedinaca ili stanovništva, štednja privrednog sektora i štednja javnog sektora. Motivi štednje pojedinaca su najbrojniji. Možemo ih svrstati u grupu materijalnih i grupu nematerijalnih motiva. Materijalni motivi pojedinaca izraženi su u želji za bogaćenjem i kapitalisanjem radi uvećanja lične imovine, kao i radi bolje i srećnije budućnosti svoje porodice.<sup>66</sup> Od nematerijalnih motiva treba pomenuti želju pojedinca da odlaganjem današnjeg trošenja obezbedi sebi srećniju, bezbedniju i bolju budućnost. Motivi štednje privrednog sektora su raznovrsni i mnogobrojni: ostvarenje prihoda po osnovu štednje, održavanje dostignutog nivoa konkurentske prednosti uz permanentnu modernizaciju i usavršavanje svoje tehnologije, ostvarivanje finansijske samostalnosti i nezavisnosti, korišćenje određenih beneficija i poreskih olakšica, itd. Primarni motivi štednje javnog sektora su: ostvarivanje ciljeva ekonomske politike, stvaranje uslova za stabilan privredni razvoj, ostvarivanje ciljeva socijalne politike i društvene nadgradnje, ostvarivanje prihoda po osnovu štednje, itd. Pored, ovih stimulativnih, postoje i destimulativni faktori štednje, kao što su: politička, ekonomska i monetarna nestabilnost, nekonzistentan i nestabilan poreski sistem, administrativna i nestabilna politika kamatnih stopa, nerazvijenost finansijsko-bankarskog sistema, itd.

Drugi značajan izvor kapitala je **transformacija novca u kapital**. Ovaj izvor je isključivo rezultat “prerađivačke funkcije” bankarskog-finansijskog sektora, koji je u mogućnosti da ogromne iznose štednje, koja se nalazi na štednim računima banaka u tzv. likvidnoj formi, tj. bez roka ili na rok kraći od godine dana, delimično koristi kao kapital, a da se pri tome banka ne izloži riziku nelikvidnosti. Međutim, banke pri vršenju ove funkcije moraju biti vrlo oprezne i umerene, jer najveći broj bankrotstava i finansijskih lomova u dosadašnjoj istoriji ljudskog društva uglavnom je bio rezultat nekontrolisane upotrebe ove funkcije. Prema tome, možemo zaključiti da se kao poverioci-investitori mogu javiti: pojedinci, tj. stanovništvo, privredni subjekti svih organizacionih oblika, država i paradržavne institucije i bankarsko-finansijske institucije svih vrsta i oblika.

S druge strane, štednja nije sama sebi cilj. Ona se transformiše u kapital, kao osnovnu i potencijalnu snagu jedne nacionalne ekonomije na polju ostvarivanja nacionalnog dohotka i društvenog proizvoda. Po pravilu korisnici kapitala imaju sve karakteristike preduzetnika, a skup njihovih aktivnosti predstavlja preduzetništvo. Filozofija preduzetništva bazira se na privrednoj računici i visini ostvarenog profita. Ovaj cilj preduzetnik ostvaruje preuzimajući vlasništvo nad formiranim i na tržištu ponuđenim kapitalom. Kao korisnici kapitala javljaju se: a) pojedinci pri korišćenju hipotekarnih-stambenih kredita, b) privredni subjekti svih organizacionih oblika, c) država i paradržavne institucije i d) bankarsko-finansijske organizacije, koje se mogu javiti u trostrukoj ulozi: 1) kao korisnici kapitala u svoje ime i za svoj račun, 2) kao korisnici kapitala u svoje ime a za tuđ račun i 3) kao korisnici kapitala u tuđe ime i za tuđ račun. Ukupan iznos kapitala koji se traži od strane svih korisnika predstavlja tražnju za kapitalom, dok ukupan iznos korišćenog kapitala u određenom vremenu predstavlja

<sup>66</sup> Miodrag Jovanović, *Finansije u teoriji i praksi*, Prosveta, Niš, 1996., str. 472

realizovanu tražnju, koja se jedino u teorijski idealnim uslovima poklapa sa ukupnom tražnjom. U tabeli 1 dat je prikaz najvećih neto ponuđača i neto pozajmljivača kapitala u SAD-u.

Tabela 1: Korisnici i vlasnici kapitala u SAD-u ( u bilionima dolara)

Sektor	Fin.sredstva	Fin.obaveze	Suficit	Deficit
Stanovništvo	8.976	3.088	5.888	/
Privreda	1.799	2.572	/	773
Sav.i lok. vlade	524	581	/	57
Federalna vlada	340	2.211	/	1.871
Finans.institucije	8.444	8.226	218	/
Ostali	4.642	2.914	1.728	/
Ukupno	24.725	19.592	7.834	2.701

Izvor: Board of Governors, Federal Reserve System, September 1987. i March 1988.

Tabela pokazuje da su tokom 1987.godine najveći neto pozajmljivači, tj. korisnici kapitala (primary borrowers) bili privreda i država, dok je stanovništvo bilo najveći neto ponuđač, tj. vlasnik kapitala (primary lenders).

Osnovni oblici korišćenja kapitala su zajmovni kapital i vlasnički-akcijski kapital. **Zajmovni kapital** je oblik korišćenja kapitala u kome se korisnik kapitala-preduzetnik javlja u ulozi dužnika, a vlasnik kapitala u ulozi poverioca, pri čemu se između njih stvara kreditni odnos. Ovaj kreditni odnos može biti direktno uspostavljen između vlasnika i korisnika, a može i indirektno preko posrednika - banke ili neke druge finansijske organizacije. Zajmovni kapital može se pojaviti u obliku: investicionog kredita, hipotekarnog kredita i dugoročnog zajma. Pod *investicionim kreditom* podrazumevamo svaku vrstu dugoročnog kredita bez obzira na namenu, način korišćenja, odobravanja i vraćanja, a koji za obezbeđenje od kreditnog rizika nema hipoteku, već neko drugo pokriće. *Hipotekarni kredit* predstavlja samo onu vrstu dugoročnog kredita koji je od kreditnog rizika obezbeđen hipotekom. Obim transakcija sa investicionim i hipotekarnim kreditima je znatno manji od obima transakcija vezanih za *dugoročne zajmove* (kreće se od 8% u SAD-u do 22% u Nemačkoj). Pod dugoročnim zajmom podrazumevamo svaku vrstu dugoročnog kredita obezbeđenog emisijom dugoročnih hartija od vrednosti, pre svega obveznica. Osnovne karakteristike dugoročnog kredita, koje ga i razlikuju od kratkoročnog kredita su sledeće:

- a) Dugoročni karakter zajmovnog kapitala predstavlja njegovu osnovnu karakteristiku. Rok otplate dugoročnog kredita kreće se i do 70 godina, što zavisi od individualne sposobnosti korisnika zajma da uredno vraća isti.
- b) Veći stepen rizika je druga karakteristika dugoročnog zajma i ona predstavlja logičan nastavak njegove prve karakteristike. Što je rok otplate kredita duži, utoliko je stepen naplate rizika veći, i obrnuto. Ovde se pre svega misli na kreditni, kamatni i kursni rizik. Kreditni rizik znači nemogućnost naplate potraživanja u dogovorenom roku. Kamatni rizik označava promenu kamatne stope na tržištu u odnosu na dogovorenu. Kursni rizik se javlja u slučaju deviznih kredita, tako da ukoliko je ugovor zaključen u nekoj stranoj valuti, itekako postoji mogućnost promene intervalutarne vrednosti domaće valute u odnosu na konkretnu valutu iz ugovora.

- c) Veća cena koštanja predstavlja rezultantu prve dve karakteristike. Na tržištu je uobičajena pojava da je kamata na dugoročne kredite veća od kamate na kratkoročne kredite za 1% do 6%, a nekada i više. Razlozi povećane kamatne stope su, osim većeg stepena rizika i dugoročnosti, visoki troškovi emisije i plasmana hartija zajmovnog karaktera, visoki troškovi utvrđivanja boniteta korisnika kredita, visoki troškovi upravljanja i rukovanja založnim materijalom, visoki troškovi unovčavanja potraživanja po osnovu ovih kredita, stanje ponude i tražnje na tržištu kapitala, itd.
- d) Neatraktivnost sa aspekta bankarskog poslovanja rezultat je bankarske subjektivnosti. Naime, osnovna karakteristika većine bankarskih poslova u savremenim uslovima privređivanja je njihova tipizacija i automatizacija. Ovo pravilo, međutim, ne važi za dugoročne kredite, koji svaki za sebe predstavljaju "poseban slučaj". Njih dalje karakterišu: visok stepen rizika, prevelika zavisnost od boniteta dužnika, dugoročna imobilizacija značajnih sredstava svog kreditnog potencijala, itd. Radi eliminacije ovih negativnosti, bankarski sektor poslovanje sa investicionim i hipotekarnim kreditima refinansira na tržištu kapitala, emitujući svoje hartije od vrednosti (obveznice, založnice, akcije).
- e) Odsustvo dominantnog uticaja monetarne vlasti i regulativne uloge centralne banke je, takođe, zanačajna karakteristika zajmovnog kapitala. Za razliku od tržišta novca, gde centralna banka ima dominantan položaj, njena uloga na tržištu kapitala je marginalna. To daje prostora nekim učesnicima na tržištu kapitala da ostvaruju ekstra profite i monopolski položaj.

**Vlasnički ili akcijski kapital** predstavlja takav oblik korišćenja kapitala, u kome se sadašnji vlasnik kapitala javlja u ulozi davaoca, tj. budućeg upravljača i primaoca dividende, dok se preduzetnik, tj. korisnik kapitala javlja u ulozi primaoca, tj. budućeg vlasnika kapitala. Naime, korisnik akcijskog kapitala je akcionarsko, tj. suvlasničko društvo. Akcijski kapital predstavlja ukupan iznos kapitala pribavljenog emisijom i plasmanom akcija. U tom smislu akcijski kapital se sastoji iz osnivačkog, tj. akcionarskog kapitala, koji se nalazi u vlasništvu akcionara a koji je uvek jednak nominalnoj vrednosti ukupno emitovanih akcija i kapitala u svim oblicima rezervi, koji se nalazi u isključivom vlasništvu akcionarskog društva, a koji se obezbeđuje iz razlike između nominalne i prodajne vrednosti emitovanih i prodatih akcije, tj. na osnovu ažija, odnosno kursnog prima na akcije i iz raspodele ostvarene dobiti i to pre izdvajanja dela za akcionare u obliku dividende.

Primarni razlozi korišćenja akcijskog, a ne zajmovnog kapitala su mnogobrojni:

- a) Održavanje optimalne ravnoteže između osnivačkog i osnovnog-sopstvenog kapitala, sa jedne strane, i održavanje optimalne strukture između pojedinih segmenata vlastitog kapitala i njegovog odnosa prema zajmovnom kapitalu, sa druge strane. Na osnovu ovih parametara i njihovih odnosa ocenjuje se mesto i uloga privrednog subjekta na tržištu kapitala i u celokupnom privrednom životu jedne zemlje.
- b) Stepenn rizika ulaganja obezbeđenog kapitala, tzv. namenski riziko kapitala je jedan od bitnih faktora opredeljenja za akcijski ili zajmovni kapital. Što je ovaj rizik veći, jači su argumenti za akcijski u odnosu na zajmovni kapital, i obrnuto.
- c) Stepenn zaduženosti preduzetnika je najegzaktniji faktor donošenja odluke za pribavljanje akcijskog ili zajmovnog kapitala. Ukoliko je preduzetnik značajno zadužen a istovremeno mu za dalji razvoj i prosperitet nesostaje kapital, jedini način obezbeđenja istog je putem emisije i prodaje akcija.



- d) Dostignuti stepen razvoja i samostalnosti je, takođe, značajan faktor pri opredeljenju za akcijski ili zajmovni kapital. U slučaju kada korisnik kapitala beleži trend stabilnog i uspešnog razvoja baziranog na sopstvenim patentima visoke tehnološke vrednosti, njegovo logično opredeljenje bilo bi za zajmovnim, a ne akcijskim kapitalom. Ovo se čini iz razloga jer zajmovni kapital mu obezbeđuje dalje zadržavanje visokog stepena poslovne samostalnosti i korišćenje ekstra profita po osnovu poslovnih rezultata u budućnosti.
- e) Trenutana kotacija kursa sopstvenih akcija značajan je faktor pri izboru izvora dodatnih sredstava za potrebe preduzetnika. Ukoliko je tekuća tržišna cena akcija veća od njene nominalne vrednosti, realno je očekivati donošenje odluke o obezbeđenju dodatnog kapitala emisijom akcija.
- f) Tekući uslovi na tržištu kapitala pod kojima se mogu obezbediti akcijski i zajmovni kapital predstavljaju vrlo važan faktor opredeljenja preduzetnika za jedna ili drugi oblik kapitala.
- g) Poreska politika i sistem olakšica (premija i bonifikacija), takođe, predstavljaju važan faktor pri izboru konkretnog oblika obezbeđenja nedostajućeg kapitala. Npr. ukoliko postoje poreske olakšice za vlasnike obveznica, logično je očekivati da će na tržištu kapitala postojati značajna tražnja za njima, tako da će preduzetnici, zbog lakšeg i bržeg obezbeđenja kapitala više pribegavati pribavljanju zajmovnog kapitala, i obrnuto.

Finansijsko tržište je složen mehanizam, na kome se ponuda i tražnja za finansijskim sredstvima organizovano susreću putem finansijskih instrumenata a posredstvom finansijskih institucija, pri čemu se vrši njihova mobilizacija i alokacija. Sve transakcije koje se odvijaju na finansijskom tržištu predstavljaju finansijske tokove. Zahvaljujući njima vrši se transfer finansijskih sredstava od suficitarnih ka deficitarnim sektorima. Glavni reprezent suficitarnog sektora je stanovništvo, dok su predstavnici deficitarnog sektora privreda i država. Mehanizam kojim se odvijaju finansijski tokovi čine finansijske organizacije i finansijski instrumenti. Iz ove konstatacije možemo da zaključimo da je finansijsko tržište jedan složen sistem sastavljen iz finansijske infrastrukture, instrumenata i tokova, sa ciljem da se ostvari mobilizacija, koncentracija, transfer i alokacija finansijskih sredstava od suficitarnih ka deficitarnim sektorima.

## ***2.1. Infrastruktura finansijskog tržišta***

Za efikasno i dobro funkcionisanje bilo kog procesa bazična pretpostavka je kvalitetna infrastruktura. Ova konstatacija, takođe, važi i za finansijsko tržište. Naime, infrastrukturu finansijskog tržišta čine njegovi učesnici. Najznačajniji učesnici na finansijskom tržištu su:

- država,
- centralna banka,
- banke,
- institucionalni investitori,
- preduzeća,
- brokersko-dilerske kuće i
- ostali učesnici.

### 2.1.1. Značaj države kao organizatora, učesnika, regulatora i kontrolora na finansijskom tržištu

Savremeno shvatanje tržišta u njegove učesnike ravnopravno uključuje državu. Priznavanje države kao aktivnog učesnika na finansijskom tržištu nipošto nije administrativno-birokratske provenijencije, niti je u pitanju nešto što bi moglo da se svrsta u kategoriju etatizma. Naprotiv, od moderne države traži se da za realizaciju ekonomske i drugih parcijalnih politika (monetarno-kreditna politika, fiskalna politika, devizna politika, politika cena, politika raspodele nacionalnog dohotka, itd.) koristi fini mehanizam tržišta i da bude odgovorna za funkcionisanje tržišta i njegov stalni razvoj, kao neizbežnog preduslova za stabilan razvoj cele privrede. Za jačanje vitalnosti datog tržišta bitna je sposobnost njegovih regulatora da odgovore na trendove tržišta i promene na njemu, i to na blagovremen, kreativan i fleksibilan način. U regulativu spadaju zakonski propisi koji se formatizuju kao zakonski okviri ili osnovi za podzakonske akte iz nadležnosti vladinih resora, drugih vladinih tela, državnih i poludržavnih agencija. Mera regulisanosti finansijskog tržišta je stalno otvoreno pitanje i već dugo je jasno da na tom planu država mora ići tankom linijom koja deli podregulisanost tržišta od prevelike regulisanosti. Podregulisano tržište teži lomovima, koji se ponavljaju ciklično, dok je previše regulisano tržište neefikasno tržište.<sup>67</sup>

U traženju optimalnih rešenja da izbegne podregulisanost tržišta ili njegovu preveliku regulisanost, savremena država je jedan od izuzetno kvalitetnih odgovora dala kroz pravne okvire kojima reguliše transparentnost tržišta. Zahtev za transparentnošću tržišta podrazumeva otvorenost i nesmetan tok relevantnih informacija o potencijalnim poslovima i učesnicima u poslu, na osnovu računovodstvenih standarda. Ovaj zahtev je onova za sigurnost koju tržište treba da pruža korisnicima tržišta, a najnovija istorija tržišta pokazuje da je onova za njegovo postojanje i razvoj neprekidna borba za otklanjanje poslovnih rizika kojima su izloženi učesnici na tržištu. Uprkos činjenici postojanja i umnožavanja rizika, tržište se neprekidno razvija zahvaljujući inventivnosti njegovih učesnika, koji razvijaju brojne tehnike i instrumente za otklanjanje ili umanjenje rizika i zahvaljujući odgovornosti savremene države za razvoj tržišta, koja sve više obezbeđuje međunarodno koordinirane pravne okvire opreznosti. Postojeći ili očekivani događaji koji osnovano mogu predstavljati materijalnu informaciju i zato zahtevaju hitno obaveštavanje javnosti, obuhvataju naročito:

- 1) promenu u učešću kapitala, koja može uticati na kontrolu nad emitentom,
- 2) statusne promene, kao što su reorganizacija, spajanje, itd.,
- 3) ponude za preuzimanje kupovinom akcija ili za otkup sopstvenih akcija,
- 4) kupovinu velike firme ili prodaju afilijacije,
- 5) promene u strukturi kapitala,
- 6) uzimanje kredita značajnog obima,
- 7) javnu ili zatvorenu prodaju dodatnih hartija od vrednosti,
- 8) razvoj novih proizvoda i razvoj koji utiče na sredstva, tehnologiju, proizvode ili tržište emitenta,
- 9) otkriće značajnih nalazišta kod ekstraktivnih kompanija,
- 10) zaključenje ili nezaključenje značajnog ugovora,
- 11) čvrst dokaz o značajnom povećanju ili smanjenju prihoda u narednom obračunskom periodu,
- 12) promenu plana za kapitalne investicije ili promenu poslovnih ciljeva,

---

<sup>67</sup> Dragoslav Vuković, Osvrt na organizovano finansijsko tržište-savremeni operativni koncept, standardi, karakteristike, Financing 2-3, Novi Sad, 1998., str.19

- 13) značajne promene uprave,
- 14) značajan sudski spor,
- 15) veliki spor sa zaposlenima ili sporovi sa velikim kupcima ili dobavljačima,
- 16) slučajeve neizmirenja obaveza o roku po finansijskim i drugim ugovorima,
- 17) svaki događaj koji se odnosi na poslovanje emitenta, koji osnovano može da utiče na tržišnu cenu ili vrednost neke od hartija od vrednosti emitenta ili se može očekivati da ima značajan uticaj na odluke investitora.

Delegiranjem regulatornih ovlašćenja agencijama i drugim vladinim telima, čija je osnovna nadležnost kontrola primene propisa, ostvaruje se decentralizovano i blagovremeno donošenje normativnih odluka unutar sistema koji zahteva odgovornost i nadzor. Na ovaj proces utiče veliki broj faktora, od kojih su najbitniji: kvalitet zaposlenih u ovim agencijama i telima, iskustvo i razumevanje tržišta koje proizilazi iz kontinuiranog praćenja primene zakona i nezavisnost tih agencija i tela. Ovo je najbolji način da se izvuče maksimalna korist iz ekspertize, efikasnosti i fleksibilnosti, što proističe iz delegiranja nadležnosti specijalizovanim regulatornim agencijama, kao i pozitivne tenzije koja se stvara na taj način unutar sistema koji je već ustanovio šire mehanizme političke odgovornosti i kontrole nad regulatorima. Poslednjih decenija sve prisutnija tendencija na međunarodnom nivou je dogovaranje i usaglašavanje jedinstvenog pristupa i principa u regulativi i kontroli. Nakon toga vrši se operacionalizacija ovih principa i njihovo infiltriranje u nacionalnim zakonodavstvima, tako da nacionalna tržišta sve više postaju unificirani ambijent u kome vladaju isti ili vrlo slični uslovi poslovanja, što dovodi do ukidanja barijera za investiranje u međunarodnim okvirima.

Složeni zadatak da se stvore uslovi da tržište pruža unapred utvrđene pogodnosti korisnicima, nameće obavezu uvažavanja određenih standarda. U suštini postoje tri takva standarda.

Kao prvo, *tržišta se stvaraju ili se koncipiraju sa određenim, dobro utemeljenim strukturama učesnika*. Uvođenje novih instrumenata i transakcija treba da uvažava i pospešuje te strukture. Naročito su značajne strukture market mejkera, koji preuzimaju veće obaveze od drugih učesnika i obezbeđuju likvidnost tržišta i izbegavanje ekscesnih kretanja cena i kurseva za pojedine instrumente i tržišne materijale. Oni zbog svoje značajne uloge u ostvarivanju ciljeva tržišta uživaju određene specijalne pogodnosti u okviru mera monetarne politike, jer je i to u neposrednoj funkciji ostvarivanja ciljeva tržišta. U ulozi market mejkera javljaju se i pojedine državne agencije na raznim tržištima, kao što su npr. agencije za upravljanje državnim dugom izvan strukture državne administracije, koje ne opterećuju budžet za finansiranje svojih aktivnosti, a iz provizija, koje naplaćuju na tržištu u mogućnosti su da dobrim platama privuku vrhunske stručnjake i operativce sa finansijskog tržišta. Kod primene ovog standarda bitno je da se zna koji od učesnika u konkretnoj poslovnoj transakciji uzima koju obavezu i da se ne dozvoljava pristup u određenim transakcijama onim učesnicima koji nemaju odgovarajuće obaveze. Zato ono što se nekad olako kritikuje kao "restrikcija" može u stvari da predstavlja značajnu komponentu koja omogućava valjano funkcionisanje tržišta.

Drugi je *prudencijalni standard*, gde je ključno pitanje da učesnici na tržištu koji ulaze u poslove imaju adekvatan kapital za pokriće rizika, da odložena plaćanja budu obezbeđena odgovarajućim kolateralom i da se u vođenju poslovanja primenjuju standardi opreznosti i samokontrole, pri čemu je u svakom pojedinačnom poslu neophodno da svi učesnici jasno razumeju odgovornost koju preuzimaju. U međunarodnim okvirima regulatorne vlasti su kroz uslove za adekvatnost kapitala (Bazelski sporazum i Direktiva EZ o adekvatnosti kapitala) i kroz pravila za obavljanje poslovanja za razne delatnosti, razvile prudencijalni okvir koji dobro funkcioniše i obezbeđuje da se postojeći rizici, koji su neizbežni kod raznih delatnosti, identifikuju, kontrolišu i pokrivaju. Tako da ono što neupućenom posmatraču može da izgleda kao restriktivni uslov, u stvari je neophodno da

bi poslovi mogli da se obavljaju sigurno i pouzdano. Prudencijalna ograničenja i samokontrola manifestuju se u aktima poslovne politike, postupcima i procedurama, kojima one nastoje da ostvare koncept upravljanja rizicima preventivnim delovanjem kroz diversifikaciju rizika i primenom odgovarajućih tržišnih instrumenata i derivata. Na ovaj način umanjuju se tzv. sistemski rizici.<sup>68</sup>

Treći standard vezan je za *poresku oblast*. Brojne inovacije na finansijskim tržištima koje su usmerene na otklanjanje rizika, na jednoj strani donose prihode učesnicima na tržištu koji ih kupuju, prodaju ili posreduju u trgovini ili organizuju potrebnu infrastrukturu za njihovu trgovinu i promenu, a na drugoj strani, po pravilu, menjaju poreske tokove. Zato je važno da poreski organi obezbede fiskalne prihode, pri čemu oni moraju da budu otvoreni za prihvatanje svih novih instrumenata na finansijskim tržištima, koji unapređuju njegovu efikasnost i omogućavaju njegov razvoj uprkos rizicima. Dalji važan uslov iz ovog standarda može se smatrati tehničkim i sastoji se u tome da se kod koncipiranja novih instrumenata i novih tehnika i strategija upravljanja aktivnom i pasivom (ALM - Asset and Liability Management) obavezno moraju da sagledaju relevantna računovodstvena i poreska pitanja i da se na njih daju blagovremeni odgovori. Ovi odgovori treba da predstavljaju nove inicijative za izmenu regulative ili dobijanja određenih olakšica.

Država kao učesnik na finansijskom tržištu ima posebno mesto i značaj, što proističe iz njene specifične uloge u nacionalnoj ekonomiji uopšte. Država kao najveća upravna i izvršna vlast, na tržištu kapitala javlja se u ulozi: investitora, korisnika kapitala, regulatora i kontrolora. Država kao investitor ili korisnik, na tržištu kapitala može se javiti u ulozi investitora ili korisnika kapitala i istovremeno u obe uloge zajedno, tj. kao investitor i korisnik. Ova dvostruka uloga u jednoj istoj stvari dodatno ukazuje na mesto i značaj države u funkcionisanju tržišta kapitala, što nikako ne derogira njenu pojedinačnu ulogu kao investitora ili kao korisnika kapitala. Druga specifičnost uloge države na ovom području izražena je u njenoj mogućnosti da napred navedene uloge koristi i kombinuje u realizaciji drugih funkcija, a pre svega funkcije regulatora na tržištu kapitala. U tom smislu će se država, u slučaju kada je tržište kapitala uznemireno, skupo, prenapregnuto ili teško pojaviti kao investitor, čime će amortizovati negativne tržišne oscilacije. Obrnuto je u slučaju kada je tržište jeftino, opušteno ili lako, država će se tada pojaviti u ulozi korisnika kapitala i na taj način obezbediti stabilnost na tržištu kapitala. Skup svih ovih aktivnosti predstavlja politiku otvorenog i zatvorenog tržišta. Inače na tržištu novca instrumente ove politike koristi centralna banka.

Regulacija finansijskog tržišta ima dva osnovna cilja:

- a) održavanje konkurencije među učesnicima i
- b) zaštita investitora od prevara i zloupotreba.<sup>69</sup>

Regulacija nema za cilj da se meša u mehanizam tržišnog poslovanja, već naprotiv, cilj dobro osmišljene regulacije jeste da finansijsko tržište učini efikasnijim, odnosno regulativom se ne sprečavaju dnevne, već krupnije fluktuacije. U slučaju nagoveštaja velikih fluktuacija na finansijskom tržištu regulatorske i monetarne vlasti će svakako

---

<sup>68</sup> Za sistemski rizik u literaturi se još sreću i sledeći nazivi: tržišni rizik ili nediverzifikovani rizik. On u stvari predstavlja poslovni tržišni rizik, koji je zajednički za sve investitore u datom okruženju a koji oni nisu u stanju da svojim naporima izbegnu. To je rizik koji se ne može diverzifikovati. Proizilazi iz ekonomskog, pa i političkog okruženja u jednoj zemlji. Javlja se kao posledica energetske krize, monetarne reforme i slično. Pored njega postoji i nesistematski rizik, koji je specifičan za konkretnog investitora, pri čemu investitor može da utiče na njega, ali ga svesno prihvata da bi postigao željenu rentabilnosti. Može se smanjiti diverzifikacijom, odnosno investiranjem u različite hartije od vrednosti.

<sup>69</sup> Hendrik S. Houthakker, Peter J. Williamson, *The Economics of Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford, 1996., str.285

preduzeti sve mere da se one spreče i to putem velikih kupovina akcija i obveznica. U određivanju zakonskog okvira problem je naći ono rešenje kojim će se rešiti dve stvari:

- da se tržištu ostavi dovoljno prostora da odigra svoju ulogu i spreči radnje kojima se iskorištavaju lakoverni, čime bi se ugrozila reputacija tržišta i na taj način bi se potkopala njegova celovitost i dugoročno uspešno funkcionisanje i
- da ne zabranjuje učesnicima na tržištu da se oprobaju u svojim inovacijskim sposobnostima.<sup>70</sup>

Svako preterivanje u vezi sa donošenjem propisa može samo po sebi nametnuti takve troškove, koji se ne bi mogli podneti u odnosu na očekivane koristi. Ponašati se u skladu sa zakonom znači slediti vrlo težak put, kojim se osigurava da posrednici budu pošteni i da obavljaju poslove iz svoje nadležnosti, a da se pri tome ne guši efikasnost tržišta.

*Visoka konkurentnost na finansijskom tržištu* znači visoku konkurentnost finansijskih instrumenata na njemu. Mikroekonomska teorija ističe da je aktivna konkurencija rezultat četiri međusobno povezanih uslova:

- velikog broja učesnika na tržištu,
- ujednačene tržišne moći učesnika,
- samostalnosti učesnika i
- otvorenosti tržišta za ostale učesnike.

Što se tiče prvog uslova, on je obično ispunjen pošto nisu potrebne neke posebne stručne kvalifikacije, zarade su konkurentne zaradama u sličnim profesijama, a početni kapital se vrlo lako može obezbediti. Takođe, i četvrti uslov nije posebno restriktivan, jer glavna barijera za pristup tržištu je članstvo i plaćanje određene članarine. Svako finansijsko tržište samostalno određuje uslove za pristup na njemu. Npr. na Frankfurtskoj berzi depozit za brokerski način trgovanja plaća se u iznosu od 200.000 DM, a za dilerski način trgovanja reč je o iznosu od 1.000.000 DM. Drugi uslov je mnogo problematičniji, jer se učesnici na finansijskim tržištima i te kako razlikuju po veličini, rangiranih počev od institucija čija imovina vredi nekoliko milijardi dolara, pa do individualnih ulagača sa nekoliko hiljada dolara. Međutim, praksa pokazuje da veliki broj učesnika poništava razlike u veličini učesnika. Treći uslov je najteže postići. Iako postoje antimonopolski zakoni, koji se odnose na sve vrste poslovanja, ne samo na finansije, postoje i organizovana finansijska tržišta sa izuzetno organičenim pravom pristupa, na kojima su učesnici povezani i kontrolisani. Ovo se čini iz razloga jer je praksa iz 70-ih pokazala da je upravo potpuno samostalno delovanje učesnika dovelo do izuzetnog porasta trgovačke provizije, što je imalo negativan efekat na obim trgovine. Upravo iz ova četiri faktora i njihovog odnosa i konkretnog definisanja na pojedinim finansijskim tržištima, proizilazi i konkurencija na tim tržištima.

Drugi cilj regulacije finansijskih tržišta je *zaštita investitora od prevara i zloupotreba*. Prevara je obično rezultat nedostatka informacija (jedna strana u transakciji obeća nešto, a druga strana se složi sa tim, neznajući da je obećanje lažno ili nekompletno). Ovakve stvari se dešavaju na finansijskim tržištima zbog velikog broja učesnika na njima. Dok pojedinci smatraju da se tržišni mehanizam sam stara o ovakvim problemima bez regulacije, praksa je pokazala da regulacija ima značajnog efekta u sprečavanju prevara. U ovim slučajevima regulacija se vrši putem standardizacije predmeta trgovine, oblika trgovine i učesnika u trgovini. Pri tome, relevantne informacije koje se odnose na učesnike u trgovini i na predmet trgovine su od presudnog značaja za donošenje odluka o kupoprodaji. Informacije se daju u vidu statističkih podataka, a odnose se na aktivnost i poziciju predmeta trgovine na tržištu.

---

<sup>70</sup> Bernard J. Foley, Capital Markets, MacMillan Education Ltd., London, 1991., str.201

### 2.1.1.1. Osnovni oblici i instrumenti državne regulative

U savremenim tržišnim uslovima državna regulativa na tržištu kapitala, bez obzira na oblik i formu, mora u sebi sadržati određene pozitivne karakteristike i odbrambene mehanizme. Najvažnije od njih su sledeće:

- a) državna regulativa mora biti *objektivna i neutralna*, tj. ona u svojoj ukupnosti i dejstvu ne sme zastupati pojedinačno ničije interese. Svaki drugi pristup regulativi sigurno dovodi do neželjenih pojava i tendencija;
- b) državna regulativa mora biti *nezavisna i autonomna* i to kako od strane ostalih učesnika na tržištu, tako i od same države. Nezavisnost podrazumeva neoticajnost u bilo kojoj formi i od bilo koga na dejstva koja proizvodi državna regulativa na tržištu kapitala. Naime, nezavisna i autonomna regulativa sprečava pojavu monopola na tržištu;
- c) državna regulativa mora biti *efikasna, tj. uspešna*.

U skladu sa ovim karakteristikama državi stoji na raspolaganju široka lepeza oblika državne regulative od kojih su najvažniji sledeći:<sup>71</sup>

- 1) Kvantitativno usmeravanje određenog dela ponude kapitala u prioritetne i najpovlašćenije privredne sektore (ali ne i u grane ili privredne subjekte) ili pak davanje podrške tim sektorima radi stvaranja njihovog većeg boniteta putem i u formi garantovanja njihovih obaveza prema investitorima.
- 2) Regulisanje pristupa na tržištu kapitala bilo selektivnim pristupom domaćih privrednih subjektata inostranim investitorima, bilo selektivnim pristupom inostranih privrednih subjektata domaćim investitorima.
- 3) Olakšice u oblasti veće ili manje stope amortizacije za pojedine prioritetne ili neprioritetne sektore.
- 4) Subvencionirane kamate za određene i pojedine prioritetne sektore.
- 5) Fiskalne povlastice - beneficije za pojedine hartije od vrednosti, ali ne za pojedine sektore, grane ili privredne subjekte.
- 6) Premije za pojedine oblike štednje, koja je od posebnog značaja za ostvarivanje ciljeva socijalne politike, npr. namenska štednja za stambenu izgradnju pojedinaca.
- 7) Smanjenje tražnje za kapitalom odlukama koje se odnose na smanjenje budžetskih rashoda kapitalnog karaktera, ili na rashode državnih ili paradržavnih organa i organizacija, ili pak administrativnim ograničavanjem dozvola za gradnju, i sl.
- 8) Odluke i mere centralne banke kojima se reguliše prerađivačka funkcija bankarsko-finansijskog sektora, odnosno transformacija novca u kapital, kao i instrumentarij na području dugoročnog kredita.
- 9) Zaštita ulagača i korisnika kapitala.

Nakon definisanih ciljeva i izbora i kombinacije oblika, potrebno je svemu tome prilagoditi instrumente državne regulative, kojima se praktično vrši oživotvorenje njenih oblika i ciljeva. Sve instrumente pomoću kojih država ostvaruje regulativnu funkciju možemo podeliti u tri osnovne grupe: zakonska regulativa, osnivanje i rad odgovarajućih organa i komisija i instrumentarij zaštite.<sup>72</sup>

**Zakonsku regulativu** čine zakonski propisi i razna podzakonska akta kojima se pravno reguliše sva relevantna pitanja sistemskog karaktera u oblasti rada i funkcionisanja tržišta kapitala. Poseban značaj imaju zakoni i drugi propisi koji reguliše sledeća pitanja: organizaciju, funkcionisanje, prava i obaveze svih privrednih subjektata, učesnika na tržištu

<sup>71</sup> Života Ristić, Tržište kapitala-teorija i praksa, Privredni pregled, Beograd, 1990., str.115

<sup>72</sup> Miodrag Jovanović, Finansije u teoriji i praksi, Prosveta, Niš, 1996., str.484

kapitala, prava i obaveze bankarskih i drugih finansijskih organizacija na tržištu kapitala, organizaciju i funkcionisanje berzi efekata, njihova prava i obaveze, učešće centralne banke u poslovnim transakcijama bankarskog sektora, organizaciju i rad tržišta kapitala kako na primarnom tako i na sekundarnom tržištu, organizaciju i funkcionisanje žiro-prometa efekata i ostalih hartija od vrednosti, regulisanje pitanja oporezivanja i poreskog zahvatanja prometa i prihoda od tržišnih operacija.

**Osnivanje i rad državnih ili od nje ovlašćenih organa i komisija** je druga grupa instrumenata putem kojih država ostvaruje svoju regulativnu funkciju na tržištu kapitala. Broj, forma i način osnivanja i rada ovih državnih organa i komisija su različiti od zemlje do zemlje. Ono što je u svim zemljama zajedničko za sve ove organe i komisije to je razlog njihovog osnivanja i postojanja kao i cilj koji se njima želi postići. Jedinственost razloga ogleđa se u činjenici doslednog ostvarivanja svih principa na kojima počiva uspešan rad i funkcionisanje celovitosti tržišta kapitala, a zajednički cilj leži u potrebi obezbeđenja stabilnog rada i razvoja tržišta kapitala. Od organa najznačajniji su organi za nadzor i kontrolu sprovođenja svih zakonskih i podzakonskih akata, kao i veliki broj organa berze i drugih učesnika na tržištu kapitala. Od komisija najznačajnije su komisija za registraciju emisija hartija od vrednosti i komisija za dozvolu plasmana emisije na berzi efekata.

*Komisija za registraciju emisija hartija od vrednosti* je najvažniji državni organ iz grupe komisija, koji omogućava državi da precizno sprovodi proceduru emisije i plasmana hartija od vrednosti, da osigura da svaka nova emisija bude praćena potpunim informacijama o emitentu hartija, da spreči davanje netačnih podataka i drugih nedozvoljenih radnji prilikom njihovog plasmana. Zbog toga, pre plasmana nove emisije potrebno je izvršiti registraciju kod Komisije za registraciju efekata, kako bi se obezbedilo pravilno i potpuno informisanje o emitentu hartija na tržištu kapitala. Naime, emitent je u obavezi da podnese ovoj komisiji zahtev za registraciji, koji mora da sadrži sve bitne informacije o emitentu, njegovom kapitalu, cilju finansiranja, uslovima prodaje, prihodu, o njegovim rukovodećim i poslovnim organima, itd. Uz zahtev za registraciju, emitent dostavlja i tzv. prospekt o emitentu. Značaj prospekta posebno dolazi do izražaja analiziranjem njegove sadržine, koja u suštini obezbeđuje:

- podatke o emitentu hartija od vrednosti,
- podatke o poslovnoj i razvojnoj politici emitenta,
- finansijske pokazatelje poslovanja emitenta u prethodnom trogodišnjem periodu,
- podatke o opterećenosti imovine i vlasničkoj strukturi,
- podatke o bonitetu i uspešnosti poslovanja,
- mišljenje ovlašćenog revizora,
- podatke o hartijama od vrednosti koje se izdaju, itd.

Osnovni podaci koje emitent hartija saopštava javnosti su značajni za sagledavanje legitimnosti i zakonitog pristupanja u emisiji hartija od vrednosti. Objavljivanje podataka o firmi, nazivu i sedištu emitenta, podataka o upisu u sudski registar, delatnosti emitenta, obimu proizvodnje, odnosno vrsti usluga koje pruža, njegovom komercijalnom položaju na tržištu, svojinskoj strukturi kapitala i drugih činjenica o svom poslovanju, emitent široj javnosti pruža dovoljno podataka za donošenje racionalnih odluka o ulaganju kapitala od strane investitora.<sup>73</sup>

*Komisija za dozvolu plasmana emisije na berzi efekata* treba da omogućí selektivan pristup u prodaji-plasmanu određene emisije na berzi efekata. U nekim zemljama ova komisija vrši i registraciju emisije, što znači da su u licu ove komisije objedinjene funkcije

---

<sup>73</sup> Leposava Kelečević, Izloženost javnosti-interes učesnika na finansijskom tržištu, Jugoslovensko bankarstvo 1-2/97, Beograd, 1997., str. 25

i zadaci i jedne i druge komisije. Dozvola koju dobije emitent da svoje efekte može plasirati na berzi nema snagu neke garancije kupcima (investitorima), već samo predstavlja potvrdu da su svi podaci izneti u zahtetu komisiji tačni.

**Instrumenti zaštite interesa investitora** su značajan deo regulative, i oni imaju posebnu ulogu u stvaranju tzv. javnog mnjenja i odnosa investitora prema kupovini emitovanih efekata. Ovi instrumenti posebno su značajni u onim nacionalnim ekonomijama u kojima postoje mlada tržišta kapitala i na kojima je potrebno zadobiti poverenje ogromnog auditorijuma investitora. Jedan od najznačajnijih instrumenata iz ove grupe je napred pominjani prospekt, koji se prilaže Komisiji za registraciju emisije hartija od vrednosti, ali se ni u kom slučaju ne sme shvatiti da se prospekt izrađuje samo za njene potrebe. Prospekt, je pre svega namenjen investitorima, javnosti, konsultantima za ulaganja i finansijskim analitičarima. Prospekt u stvari predstavlja razglednicu emitenta, koja služi kao sredstvo propagande, jer informiše javnost o kvalitetima emitenta koji treba da privuku investitore. Osim što je organizovanje i regulisanje savremenog finansijskog tržišta usmereno na zaštitu investitora, ovoj zaštiti je prilagođen i ostatak pravnog sistema. U to spada zakonsko uređenje sredstava obezbeđenja na fleksibilan način u pogledu ugovaranja i u pogledu brzine i efikasnosti njihove realizacije. U ovakva sredstva obezbeđenja spadaju menice, hipoteke i trgovačka sredstva, kao što su fiducijarni prenos prava svojine i bezdržavinska zaloga. Efikasnost i brzina postupaka koji su propisani zakonom i koje sprovode sudovi i drugi nadležni organi omogućavaju na jednoj strani brzinu poslovanja, jer je moguće u istom danu u jednostavnom postupku formirati valjana sredstva obezbeđenja, a na drugoj strani finansijsku disciplinu, jer se prinudna naplata, takođe, jednostavno i brzo ostvaruje.

### ***2.1.1.2. Komparativna analiza državne regulative u industrijski najrazvijenijim zemljama***

Poznato je da je za svako, pa i za finansijsko tržište, potvrđena teza da tržište da bi bilo regulator mora i samo da bude regulisano. Regulisanje finansijskih tržišta podrazumeva određenu zakonodavnu funkciju države u pogledu kreiranja “pravila igre”, pravne i finansijske sigurnosti, zaštite interesa učesnika, isl. Po pravilu, promene u sistemu regulacije finansijskih tržišta nastaju nakon značajnih poremećaja ili potresa u ekonomiji, koji se obično označavaju kao ekonomske ili finansijske krize, koje razotkrivaju slabosti dotadašnjeg sistema regulacije. Tako npr. krupne promene u regulaciji finansijskih tržišta nastale su upravo nakon najvećih kriza i to: u periodu Velike svetske krize od 1929-1933. godine i nakon berzanskog kraha iz 1987.godine. Osnovna svrha regulacije finansijskih tržišta je:<sup>74</sup>

- sprečavanje emitenata hartija od vrednosti da skrivanjem relevantnih informacija navedu investitore na štetu,
- promocija konkurencije i pravičnosti-nepriistrasnosti u trgovini finansijskim instrumentima,
- promocija stabilnosti finansijskih institucija,
- ograničenje aktivnosti stranih institucija na domaćem tržištu, i
- kontrola nivoa ekonomske aktivnosti.

Prema istim autorima osnovni oblici regulacije su:<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> F.J. Fabozzi, F. Modigliani, M.G. Ferri, Foundations of Financial Markets and Institutions, Prentice Hall International, Inc., 1994., str.39

<sup>75</sup> Isto, str. 39 i40



- regulisanje iznošenja-davanja relevantnih informacija (disclosure regulation),
- regulisanje finansijskih aktivnosti i transakcija,
- regulisanje finansijskih institucija,
- regulisanje učešća ino partnera,
- bankarska i monetarna regulacija.

Jedna od najznačajnijih osobina zakonskih propisa, koji se odnose na tržište SAD je nivo na kome sve strane postaju saglasne da se u suštini tu radi o pravnom problemu. S obzirom na razgovore koji su se vodili u Velikoj Britaniji o zamenljivosti zakonskih propisa s tržišnim inovacijama i slobodom, zvuči pomalo ironično kada se tržišta u SAD opisuju istovremeno kao najslobodnija, u smislu inovacija, a ipak zakonski najograničenija na svetu.<sup>76</sup> U SAD postoje tri osnovna nivoa regulacije:

- regulacija na nivou samog tržišta, tj. berze,
- federalne komisije i
- sudovi.

Prvi nivo regulacije obezbeđuju same berze. Berze i klirinške kuće (firme za saldiranje) propisuju mnoga pravila svojim članovima. Ova pravila sprovode i o njima se staraju berzanske komisije, koje postoje na svim berzama, i koje u slučaju nepravilnosti u radu mogu ili da suspenduju ili čak i da isključe člana berze. U nekim slučajevima pravila podrazumevaju i nadoknadu onim učesnicima koji su bili oštećeni njihovim nepoštovanjem. Osnovni cilj ovih pravila je: da obezbede adekvatnu finansijsku snagu učesnika u trgovini i da obezbede likvidnost tržišta. Najveći značaj je upravo u obezbeđivanju likvidnosti tržišta, jer onda učesnici ne moraju da brinu o kredibilitetu njihovih partnera. Ovo se postiže tako što klirinške kuće u svakom momentu, posle svake transakcije, vrše saldiranje računa komitenta, pri čemu se eventualni manjak na računu automatski pokriva iz depozita komitenta. Taj isti komitent ne može da nastavi sa trgovanjem dok ne deponuje novac u visini potrebnog limita. Ovaj vid regulacije najočiglednije je izražen na tržištu fjučersa, gde postoje tzv. novčane margine, koje moraju biti ispunjene. Osnovna slabost regulacije na nivou samog tržišta je da učesnici mogu da daju veći značaj ličnim u odnosu na opšte interese. Zbog ove opasnosti pravila na berzi moraju da budu odobrena od strane regulatorske komisije, koja može i sama intervenirati na berzi. U praksi se najveći broj problema između brokera i klijenata rešava arbitražom u okviru same berze. Federalni i državni sudovi su poslednji vid regulacije. Oni imaju veću ingerenciju nego berze i komisije i mogu odrediti mnogo drastičnije kazne. Međutim, svi segmenti finansijskog tržišta nisu podjednako podložni regulaciji. Npr. tržište novca i promptno i terminsko devizno tržište su manje podložna regulaciji, jer se na njima kao učesnici javljaju banke ili agencije koje su pod okriljem države.

Na saveznom nivou trgovina korporativnim hartijama od vrednosti regulisana je od strane Komisije za hartije od vrednosti i berze - SEC (Securities and Exchange Commission). Komisija je formirana 1934.godine kao odgovor na pad tržišta akcija iz 1929.godine i kao praktična potreba u poslovanju obveznicama. Iako Komisija ima pravila protiv manipulacije (koja predstavlja uzrok za devijaciju cena u odnosu na preovlađujuću cenu na konkurentnom tržištu) njeni osnovni naporu su uvek bili usmereni na sprečavanju prevara, zahtevajući objavljivanje svih informacija. Ovde se misli na tri vida relevantnih informacija: na rezultate poslovanja i razvoj, na nove emisije i na insajder trgovinu.

Činjenica je da korporacije treba da prikazuju svoje finansijske rezultate precizno svojim akcionarima, ali u prošlosti i u drugim zemljama to nije uvek bio slučaj. Pošto se menadžerski tim vrednuje po tim rezultatima, on ih može prikazati u znatno boljem svetlu, da bi akcionare držao u mraku za neki naredni period, ili na neki drugi način. Istinito i pravovremeno izveštavanje je važno ne samo za trenutne akcionare i vlasnike obveznica,

<sup>76</sup> R.J. Teweles, E.S. Bradley, The Stock Market, John Wiley & Sons, New York, 1987., str.306

već i za sve potencijalne investitore. Pravovremenost izveštavanja je značajan aspekt regulacije. Firme koje su na listingu berzi ili Nasdaq-a imaju obavezu da daju izveštaj o svojim finansijskim rezultatima za određeni vremenski period na kraju svakog kvartala. Takođe, sve firme moraju da objave godišnji izveštaj koji obično sadrži više detalja o finansijskom poslovanju. Kvartalni izveštaj mora biti odobren od strane njihovih revizora. Pitanje istinitosti u izveštavanju podrazumeva vrednosti i kompletnost. Takođe, podrazumeva i pitanje računovodstvenih standarda, koja su utvrđena od strane Komiteta za standardizacije u finansijskom računovodstvu-FASB (Financial Accounting Standards Board). Ovi standardi se odnose na veliki broj subjekata, unapređuju se i imaju značajne implikacije na profit preduzeća. Zahtevajući minimalan sadržaj izveštaja, ovi standardi podrazumevaju i kompletnost. Nezavisno od finansijskih podataka, korporacije su obavezne da objave sve relevantne informacije vezane za razvoj, kao što su: spajanje i podela, promene u rukovodstvu i radnoj snazi, informacije o krupnijim sudskim sporovima, itd. Nesumljivo je da bi sve informacije kad tad došle do javnosti, ali da bi došle pravovremeno, u potpunosti i da bi bile tačne moraju da postoje upravo ova savezna pravila.

Komisija za hartije od vrednosti je možda najpoznatija po svojim pravilima koja se tiču javnih ponuda novih emisija akcija i obveznica. Ove ponude treba da budu praćene izdavanjem prospekata za potencijalne investitore. Svaki potencijalni rizik, koji bi ulagač mogao da ima mora biti razjašnjen do detalja. Komisija sama kontroliše prospekte, ne u cilju odobravanja ili neodobravanja nove emisije, već da sve potrebne informacije budu uključene u prospekt. Pokazalo se u praksi da su pravila oko izdavanja prospekta u velikoj meri smanjila nelegalne emisije hartija od vrednosti koje su bile česte pre 1930.godine.

Činjenica je da pristup informacijama, koje nisu javne može poremetiti efikasnost tržišta i za neke rezultirati ostvarivanjem abnormalne dobiti. Zbog toga su formirane restrikcije za insajder trgovinu, koje imaju za cilj da obezbede poštenu trgovačku utakmicu. Insajderi su obično direktori ili rukovodioci u korporacijama, kao i pojedinci ili firme koji poseduju više od 5% akcija. Insajderima nije zabranjeno da trguju hartijama od vrednosti svojih kompanija, ali sve te transakcije moraju biti prijavljene Komisiji koja povremeno publikuje izveštaje o takvim transakcijama. Ako se ispostavi da su insajderi trgovali na bazi informacija, koje nisu dostupne javnosti podležu kaznama i mogu biti suspendovani. Insajder trgovina može uticati na tržište, ne samo kada se insajd informacije iskoriste, već i kada se prećute.

Regulacija tržišta fjučersa postoji odavno i odnosi se pre svega na domaće poljoprivredne proizvode. Međutim, mnoga tržišta fjučersa, kao što su tržište bakra i kafe, nisu regulisana. 1974.godine osnovana je Komisija za trgovinu fjučersima-CFTC (Commodity Futures Trading Commission), sa ciljem obavljanja supervizorske uloge nad svim tržištima fjučersa. Postoje sličnosti između Komisije za hartije od vrednosti i Komisije za trgovinu fjučersima. I jedna i druga izdaju licence za učesnike u trgovini, da bi na taj način sprečile nelegalnu trgovinu i sankcionisale one koji prekrše pravila trgovine. Osnovna razlika između njih je da Komisija za hartije od vrednosti sprečava prevare zahtevajući objavljivanje svih relevantnih informacija, dok se Komisija za trgovinu fjučersima fokusira na održavanje konkurencije. Ova razlika i reflektuje prirodu tržišta: desetina miliona individualnih investitora trguju sa akcijama i obveznicama direktno ili preko zajedničkih fondova, pa u slučaju da to tržište nije regulisano mnogi investitori ne bi znali šta kupuju. Na drugoj strani, tržište fjučersa je sastavljeno od drugačijih tipova trgovaca, jer se na njemu većina trgovine obavlja od strane profesionalaca koji nesmetano trguju sve dok je tržište konkurentno. Ovde treba napomenuti da je broj pojedinačnih učesnika na tržištu fjučersa manji od milion. Ovi učesnici se, pri tome, mogu žaliti Komisiji ili sudu ako imaju primedbe na svoje brokere. Osnovno sredstvo Komisije za trgovinu fjučersima u održavanju konkurencije je zahtevanje dnevnog izveštaja o

aktivnosti velikih trgovaca na tržištu fjučersa. Za svako tržište postoji minimalna pozicija iznad koje se trgovci smatraju velikim. Komisija analizira dnevne izveštaje radi blagovremenog utvrđivanja pokušaja ojačavanja tržišne pozicije i to tako što bi se stvorila dominacija u mesecima kada ističe fjučers. Dnevni izveštaji za Komisiju su poverljiva dokumenta, ali nedeljni izveštaji to nisu i štampaju se redovno. U ovim publikacijama izveštaji sa svakog tržišta fjučersa su klasifikovani kao komercijalni ili nekomercijalni. Ukupna pozicija malih trgovaca koji ne daju izveštaje može se saznati kada se od ukupnog totala tržišta oduzme ukupna vrednost velikih trgovaca. Na osnovu dnevnih izveštaja Komisija za trgovinu fjučersima može preduzeti akciju protiv trgovaca gde naslućuje svesnu manipulaciju. Komisija, takođe, daje odobrenja za ugovore proizašle iz berze. Da bi se dobilo ovo odobrenje berza mora pokazati da za dotični ugovor postoji ekonomska opravdanost. To znači da će ugovor biti korišćen za hedžing operacije. Ovo, nažalost, nije srećno rešenje iz razloga što novi ugovori, bili overeni od Komisije ili ne, ipak svoju pravu potvrdu o ekonomskoj isplativosti dobijaju na tržištu, a ne samim odobrenjem Komisije. Jedna od najozbiljnijih manipulacija u ovom veku dogodila se na američkom tržištu fjučersa, kada su braća Hant dobili informaciju od analitičara Džeroma Smita, koji je predvideo svetsku nestašicu srebra. U cilju ostvarivanja velikog profita oni su enormno povećali obim kupovine fjučersa na dugi rok, jer su očekivali da će u momentu isporuke srebra po ovim ugovorima njegova cena biti znatno viša u odnosu na njegovu kupovnu cenu. Do sredine januara 1980.godine oni su kontrolisali oko 70% ovog tržišta i to oba njegova aspekta: fjučerse na isteku i tzv. otvorenu tražnju. Ukupna vrednost pozicija alijanse vredela je oko 7 milijardi dolara. Do okončanja ove nesvakidašnje manipulacije došlo je iz dva razloga: ponuda i tražnja su počele da reaguju (sa zakašnjenjem) na veštački visoke cene i regulatorni organi su konačno stupili u akciju.

Pre donošenja Zakona o finansijskim uslugama 1986.godine, zakonski propisi, kojima je vršena regulacija finansijskih tržišta u Velikoj Britaniji, bili su vrlo liberalni u odnosu na propise, koji su vladali u ostalim razvijenim ekonomijama, kao što su SAD i Japan. Ova regulativa predstavljala je kombinaciju samoregulative, proizašle iz etičkih načela i kodeksa poslovanja. Njena realizacija nadgledana je od strane Ministarstva za trgovinu i industriju i u krajnjoj instanci od strane Engleske nacionalne banke. Međutim, kako je broj i različitost učesnika na tržištu neprekidno rastao, uz istovremeni porast novih instrumenata i tehnologije, javlja se potreba za izvesnim promenama postojeće regulative. Ove promene u regulativi odnose se na: "Big Bang" na tržištima akcija i promene organizacije tržišta obveznica, na Zakon o finansijskim uslugama iz 1986.godine i na Zakon o bankarstvu iz 1987.godine.

Problem regulacije u Velikoj Britaniji snažno se nametnuo kao rezultat brojnih događaja iz 1986. i 1987.godine, koji su se odnosili na nepoštovanje etičkog kodeksa u slučajevima spajanja i preuzimanja firmi, kao i kroz različite insajder poslove, gde su informacije o poslovanju preduzeća iskorišćavane od strane pojedinaca ili firmi za sticanje ekstra profita. Strah od nesigurnosti u poslovanju i od sumnjivih poslova toliko je uzeo maha da je čak i reputacija Lojda (Lloyd-osiguravajuće društvo) bila dovedena u pitanje, što je dodatno obeshrabrivalo investitore za nova ulaganja. "Big Bang" reforme na tržištu hatija od vrednosti uvele su dualni sistem, koji dozvoljava firmi da posluje i kao brokerska firma i kao market mejker. Takođe, dolazi do promena na tržištu akcija, jer sada se dozvoljava stoprocentno vlasništvo nad akcijama neke firme, što je rezultiralo u značajnim fuzijama firmi i u stvaranju velikih finansijskih konglomerata. Radi sprečavanja mogućnosti insajder trgovine, firme su se obavezale da svoje aktivnosti u celosti odvoje jedne od drugih, što je uslovalo nastanak tzv. "kineskih zidova" između različitih delatnosti. Jedina prednost koju je doneo "Big Bang" jesu kompjuterizovane usluge trgovine, koje su omogućile efikasno praćenje insajder poslova i tržišnih manipulacija.

Zakon o finansijskim uslugama usvojen je 1986.godine, a sa njegovom primenom počelo se 29.04.1988.godine. Bazični cilj Zakona bio je uspostavljanje fleksibilnog sistema regulacije, radi jačanja poverenja kod investitora i ostalih učesnika na tržištu. Zasnovan je na principu da je najbolja forma regulacije u stvari samoregulacija. U tom smislu kreirano je novo regulatorno telo sa supervizorskom ulogom nad poslovanjem, pod nazivom Komitet za hartije od vrednosti i investicije SIB (Securities and Investments Board). SIB je organizovan kao privatno preduzeće, koje se finansira iz sopstvenih prihoda, koje ostvaruje obavljanjem finansijskih usluga. Svaka firma koja želi da posluje u oblasti investicija i hartija od vrednosti mora biti registrovana kod ovog Komiteta ili kod neke od pet organizacija za regulaciju, koje su pod nadležnošću Komiteta. Osnovni uslovi koje firme moraju ispuniti su poštenje, kompetencija i solventnost. Ako neki od ovih uslova ne ispunjava već autorizovana firma, Komitet ili neka od njegovih organizacija preduzima neku od sledećih sankcija:

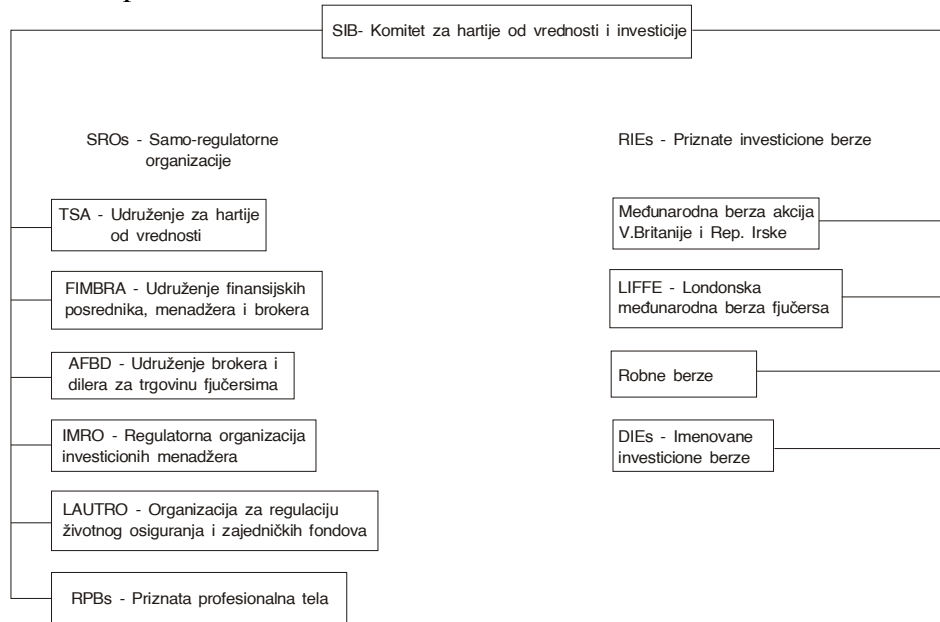
- povlači licencu za rad (autorizacije),
- podnosi krivičnu prijavu ili
- firma može biti tužena od strane klijenta za nastalu štetu ili neostvarenu dobit.

Komitet određuje samoregulatorske organizacije SROs (Self-regulatory Organisations) ili priznate investicione berze RIEs (Recognised Investment Exchanges). Hijerarhijski posmatrano Komitet se nalazi na vrhu piramide sa vrlo velikim područjem regulative, počev od internog vođenja penzionih fondova do trgovine fjučersima i opcijama. Najznačajnije samoregulatorske organizacije su:

- 1) **Udruženje za hartije od vrednosti-TSA** (The Securities Association), koje nadgledava rad sa britanskim i međunarodnim hartijama od vrednosti. Londonska berza i svi njeni učesnici su članovi ovog udruženja.
- 2) **Regulatorna organizacija za investicioni menadžment - IMRO** ( The Investment Management Regulatory Organisation) daje ovlašćenja potrebna investicionim menadžerima i savetnicima, posebno onima koji upravljaju penzionim fondovima, zajedničkim fondovima, itd.
- 3) **Udruženje finansijskih posrednika, menadžera i brokera za regulativu trgovanja-FIMBRA** (The Financial Intermediaries, Managers & Brokers Regulatory Association) je organizacija raznih nezavisnih posrednika i mešetara, koji daju informacije o konkretnim investicionim poslovima, kao što su životno osiguranje i zajednički fondovi. Ono, takođe, pokriva i poslove ovlašćenih posrednika i onih koji vrše usluge investicionog menadžmenta klijentima, a koji se bave poslovima na malo. FIMBRA je nastala spajanjem Nacionalnog udruženja posrednika hartijama od vrednosti i investicionih menadžera i Organizacije posrednika za regulativu životnog osiguranja i zajedničkih fondova.
- 4) **Organizacija za regulaciju životnog osiguranja i zajedničkih fondova-LAUTRO** (The Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation) stara se o marketingu usluga organizacija životnog osiguranja i zajedničkih fondova. Pravila ove organizacije nalažu javno iznošenje podataka o proviziji, koju zaračunavaju agenti osiguranja.
- 5) **Udruženje brokera i dilera fjučers ugovorima-AFBD** (The Association of Futures Brokers and Dealers) uspostavlja pravila za rad na Londonskoj međunarodnoj berzi fjučersima-LIFFE (The London International Financial Futures Exchange), Londonskoj berzi metala-LME (The London Metal Exchange), Londonskoj berzi fjučersima i opcijama-FOX (The London Futures and Options Exchange), Međunarodnoj berzi petroleja-IPE (The International Petroleum Exchange), Baltičkoj berzi (The Baltic Exchange), itd.

Ako je neka firma angažovana na obavljanju različitih poslova, to zahteva članstvo u više ovih organizacija, što dovodi do toga da neke firme godišnje potroše i do 500.000 \$ na razne licence u ovim organizacijama.

Berze su podeljene u dve grupe: a) priznate investicione berze sa sedištem u Velikoj Britaniji-RIE i b) imenovane investicione berze van Velike Britanije-DIE (Designated Investment Exchanges). Koncept regulative finansijskih tržišta u Velikoj Britaniji može se prikazati na sledeći način:<sup>77</sup>



Shema 10: Regulativni okvir finansijskih tržišta u Velikoj Britaniji

Zakon o finansijskim uslugama uspostavio je i veći broj pravila, koja se odnose na investiciono poslovanje. Npr. firme najpre moraju upoznati finansijsko stanje svojih klijenata, obavezne su da daju adekvatne savete svojim klijentima a obavezne su i da obezbede blagovremenost plaćanja. Takođe, firme moraju upoznati svoje klijente sa svim rizicima u poslovanju. Investicione firme moraju deo kapitala držati na posebnom računu kao depozit uz obavezu plaćanja kamate na taj iznos. Zakon dozvoljava i podnošenje tužbe za pokrivanje gubitka, ako je on rezultat poslovanja van okvira i pravila regulatorne šeme. Osnovni razlozi za samoregulaciju su sledeći:

- samoregulaciono telo je fleksibilnije nego neka državna komisija,
- učesće ljudi iz prakse u organizaciji ili tima za koordinaciju povećavaju efikasnost regulacije,
- ljudi iz prakse bolje uočavaju trenutne povrede pravila, nego neka komisijska tela,
- samoregulaciona tela se brže formiraju,
- vlada će ovime biti pošteđena dnevne regulacije na tržištu.

Kao glavna zamerka na račun samoregulacionih organizacija, koje se finansiraju od provizije, stavlja se primedba da one posluju više kao trgovačka udruženja, nego kao agencije za zaštitu klijenata. Zakon o finansijskim uslugama dao je odgovornost Engleskoj centralnoj banci za regulaciju tržišta Velike Britanije na polju trgovanja novcem, stranim valutama i zlatom. U skladu sa tim Banka je izdala 1987.godine tzv. "sivi papir" (grey paper), koji nema snagu zakona, ali za koji se očekuje da ga učesnici na tržištu prihvate i slede. Između ostalog papir sadrži listu institucija iza kojih stoji Centralna banka. Da bi se

<sup>77</sup> Peter Howells, Keith Bain, Financial Markets and Institutions, Longman, London, 1990., str.182

neka institucija našla na toj listi ona mora da ima značajno učešće sopstvenog kapitala u ukupnom kapitalu, da na njenom čelu stoji dobra menadžerska ekipa, da ima dobru reputaciju, itd.

Dugo godina je Engleska centralna banka sprovodila kontrolu bankarskog sistema indirektno preko klirinških kuća, diskontnih kuća i finansijskih institucija specijalizovanih za menične poslove. Međutim, bankarski skandali među sekundarnim bankama početkom 70-tih godina, zatim briga o stabilnosti kapitala najvećih banaka u vreme dužničke krize zemalja u razvoju sredinom 80-ih godina i dr., doveli su do potrebe da se kontrolna uloga centralne banke i formalno institucionalizuje, što je učinjeno Zakonom o bankarstvu iz 1987.godine. Sa daljim razvojem bankarstva i formiranjem finansijskih konglomerata posle "Big Banga" stvaraju se nova tržišta i novi finansijski instrumenti, koji su obuhvaćeni Zakonom o bankarstvu i novom supervizorskom šemom. Zakon je utvrdio nužne pretpostavke, koje banke treba da poštuju a koje se odnose na izveštavanje o velikim poslovima i to: da jedna osoba ne može voditi banku samostalno, već je obavezno formiranje upravnih odbora, da banke ne mogu imati više od 15% učešća u drugim bankarskim institucijama, itd. Pored ovih, Zakon propisuje i opšte uslove, koje neka finansijska institucija mora da ispuni da bi postala banka i da bi obavljala bankarske poslove. Značajan pratilac Zakona su i brojne uredbe koje se odnose na: kapital banke, nivo potrebne likvidnosti banke, tehniku vrednovanja kapitala, superviziju vanbilansne aktive i pasive banaka, kao i na određivanje uslova pod kojima neko može da postane akcionar banke.

Januara 1987.godine Engleska i Američka centralna banka su se dogovorile o usklađivanju bilansa banaka ovih dveju zemalja. Osnov supervizije je racio imovine i racio rizičnosti kapitala, koji zajedno čine adekvatnost kapitala. Pre ovog dogovora adekvatnost kapitala, kao jedan od pokazatelja, se izračunavala kao odnos između kapitala banke i ukupnih obaveza. Međutim, sada racio adekvatnosti kapitala predstavlja odnos između neto kapitala banke i rizične aktive. Neto kapital banke predstavlja razliku između zbira ukupnog kapitala banke i dugoročnih rezervisanja, s jedne strane i iznosa trajnih uloga, sa druge strane. Dok rizična aktiva predstavlja proizvod ukupnih sredstava i koeficijenta rizičnosti. Ovo praktično znači da što je veći rizik vezan za neki oblik aktive, utoliko će racio adekvatnosti kapitala biti manji. Drugim rečima, ove promene usmerene su na kvalitet sredstava bankarske imovine, a ne samo na njihov kvantitet. Dalje, u ovom dogovoru uzet je u obzir i vanbilansni rizik. Povećanje rizika vanbilansnih stavki dovodi do smanjenja racia adekvatnosti kapitala. Ove promene ne bi smele da dovedu do potiranja regulacije i konkurencije. Adekvatno uravnotežen odnos između njih je upravo zadatak koji treba da ostvare komisije za hartije od vrednosti i druga institucionalna tela.

Osnovno pitanje današnjice u Japanu je pitanje deregulacije tržišta. Naime, od svog nastanka poslovanje japanskih finansijskih institucija podređeno je političkoj kontroli Ministarstva finansija, koje ima veća ovlašćenja nego bilo koje drugo ministarstvo u svetu. Počev od Drugog svetskog rata Japanci primenjuju državne strateške planove za mnoge delove svoje privrede u koje spada i finansijski sektor. Osnovni cilj bankarskih institucija bio je da se nametnu kao usmerivači štednje u japansku industriju.<sup>78</sup> Zato je i država svojom političkom kontrolom držala kamatne stope na niskom nivou, a povrh toga, bankama su određivane i kvote za odobravanje zajmova pojedinim delovima privrede. Do prve promene u takvom sistemu dolazi 1948.godine, kada su zakonom jasno razdvojeni bankarsko poslovanje i poslovanje sa hartijama od vrednosti. To znači da su Japanci sledili politiku uske specijalizacije ili segmentacije finansijskog sektora, pa su se različite vrste finansijskih institucija bavile određenim poslovima, koje su im namenile nadležne vlasti.

---

<sup>78</sup> S. Ruehl, Interest Rate Policy and Credit Rationing in Japan, New Perspectives on the Financial System, Croom Helm, London, 1987., str. 16

Tako se sistem banaka podelio na banke koje se bave kratkoročnim i dugoročnim bankarskim poslovima, na gradske, regionalne, depozitne banke, itd., pri čemu je svaka od njih imala svoju određenu ulogu. Sa ovako segmentiranim bankarskim sistemom očigledno je da se plasman sredstava najvećim delom obavljao preko banaka, dok se tržište hartija od vrednosti sporo razvijalo. Kao posledica ovako strogog zakonskog režima 70-ih godina japanske finansijske institucije su se okrenule inostranim tržištima kapitala u cilju proširenja svoga poslovanja. U ovakvom ambijentu u domenu trgovine hartijama od vrednosti nastale su četiri velike korporacije: Nomura, Daiwa, Nikko i Yaimichi. Nad finansijskim sektorom Ministarstvo finansija sprovodi kontrolu preko tri granska ministarstva - za bankarstvo, za hartije od vrednosti i za međunarodne finansije. Uloga Centralne banke, Komiteta za hartije od vrednosti i drugih institucionalnih tela, koja se, takođe, bave kontrolom finansijskog sektora, je u svemu tome minimizirana. Budući da se sva kontrola finansija svodi na Ministarstvo finansija opravdano je smatrati da se proces ukidanja strogih zakonskih ograničenja u finansijskom poslovanju, posmatra kao politički interes. Ovo se najbolje može dokazati na slučaju kada je 70-ih godina japanska vlada imala deficit, te se iz tog razloga postavila znatno liberalnije prema finansijskom sektoru. Još jedan od problema japanskog finansijskog tržišta jeste insajder trgovina. Iako postoje pozitivni zakonski propisi koji sprečavaju insajder trgovinu, njih su se finansijske institucije slabo pridržavale. Praksa finansijskog poslovanja u Japanu ima mnogo primera bankrotstva firmi do kojih je došlo kao posledica očigledne insajder trgovine. Celi niz skandala u koje su bili umešani i poslovni ljudi i političari, s jedne strane, i pritisak inostranih investitora, sa druge strane, su doveli do toga da se zakonodavstvo po ovom pitanju mnogo strože sprovodi nego do tada. Posle naftne krize 70-ih godina, od kada je suficit platnog bilansa postao stalna karakteristika japanskog finansijskog sistema, banke pokazuju sve veću želju za deregulacijom dotadašnjeg sistema. Posebno je naglašena želja banaka da se uljuče u trgovinu hartijama od vrednosti i devizama, a ne da se time bavi velika četvorka. Jasno je da japanski pristup deregulaciji odražava njihov uobičajen oprez, tako da nema nekih šansi da se desi pristup stila "Big Banga" kao u Londonu. Umesto toga potpuno isti proces može se odvijati usporenim ritmom. Ipak sve su uporniji oni, koji traže sve veću finansijsku liberalizaciju, pa shodno tome sve veći značaj se pridaje modelima, koji već postoje u ostalim delovima sveta. Kako japanske institucije igraju sve veću ulogu na ostalim tržištima kapitala, sve je veći pritisak spoljnog sveta na Japance da se dozvoli takav prodor i na njihovo tržište. U tom smislu su već strani emitenti hartija od vrednosti osnovali svoje filijale u Japanu, tako da je olakšan prodor na Tokijskoj berzi. Do sada se kao efekat deregulacije može navesti primer da je 20% vrednosti hartija na Tokijskoj berzi dozvoljeno da bude u vlasništvu inostranih investitora. Ukoliko nadležni japanski organi žele da Tokijska berza bude kompatibilna sa ostalim berzama u svetu neophodno je nastaviti rad na daljem ukidanju zakonskih ograničenja, većoj efikasnosti tržišta, kao i na povećanju transparentnosti berze.

Analizom sistema regulacije u SAD, Velikoj Britaniji i Japanu dolazimo do zaključka da je njihova zajednička odlika izražen trend ka liberalizaciji, koji se ogleda u stalnom reduciranju uloge neposredne državne regulative finansijskih tržišta. Napuštaju se mnoga pravila i norme regulacije jednostavno zato što je njihova primena postala bespredmetna, bilo zbog nemogućnosti postizanja odgovarajućih efekata, bilo zbog visokih troškova, ili nepotrebnog usporavanja i ometanja finansijskih transakcija.

### ***2.1.1.3. Uloga države kao kontrolora i revizora na tržištu kapitala***

Savremene države razvijenih tržišnih ekonomija funkciju i ulogu kontrolora i revizora na tržištu kapitala ostvaruju putem dobro organizovanog aparata, koji *ex ante* i *ex post* kontrolom reguliše odnose i poslovne transakcije na tržištu kapitala. Najvažniji oblici državne kontrole i revizije su:

- kontrola primene svih zakonskih i podzakonskih akata, kojima se regulišu svi odnosi i transakcije između učesnika na tržištu kapitala,
- kontrola i nadzor nad radom i funkcionisanjem berzi i njenih organa preventivno preko berzanskih inspektora i naknadno preko ovlašćenih revizora,
- kontrola portfelja hartija od vrednosti, tj. depoa gde se čuvaju hartije,
- kontrola svih vrsta informacija, a posebno onih koje su saopštene javnosti u obliku prospekata, itd.

U praksi razvijenih tržišnih ekonomija revizija predstavlja veoma razvijenu i zakonskim propisima i profesionalnim standardima utemeljenu aktivnost, koja ima veliki značaj i odgovornost. Kao profesija, revizija je svoje najveće domete ostvarila u anglosaksonskim zemljama (SAD, Velika Britanija, Kanada i Australija). U ovim zemljama zakonima o kompanijama regulisana je obaveza vršenja revizije, kao i dužnosti i prava revizora, dok je metodologija revizije u nadležnosti revizorske profesije. U zapadnoevropskim zemljama revizija kao profesija bila je u relativnom zaostajanju u odnosu na reviziju u anglosaksonskim zemljama. Osnovni razlog ovakvog stanja proističe iz nastojanja države da ima veliki uticaj na razvoj revizije uz ostavljanje malog prostora slobodi profesije. Nastankom Evropske zajednice, anglosaksonski model revizije sve više prodire u Evropu, bilo kroz Međunarodnu federaciju računovođa- IFAC ( International Federation of Accountants) i njenih organizacija, kao što je Komitet za međunarodne računovodstvene standarde- IASC ( International Accounting Standards Committee), bilo kroz samu zakonsku regulativu. Paralelno sa zakonskom regulativom, usklađuje se i praksa revizije kroz metodologiju velikih multinacionalnih revizorskih firmi. To su firme koje danas imaju filijale u skoro svim zemljama, koje su se orijentisale na tržišnu ekonomiju i sve one primenjuju jedinstvenu metodologiju, koju razvija matična firma.

U procesu donošenja revizorskih i računovodstvenih standarda učestvuju profesionalna tela čiji su članovi ovlašćene računovođe, tj. revizori. Ta tela nose naziv instituta ili udruženja, a zadatak im je da se staraju o razvoju profesije, o donošenju i usavršavanju standarda računovodstva i revizije i kodeksa profesionalnog ponašanja, da organizuju obuku kadrova i stručne ispite za sticanje zvanja ovlašćenih računovođa, odnosno revizora. Prema tome, revizija je profesija koja ima za cilj da uspostavi odnose poverenja između poslovnih partnera na slobodnom tržištu time što potvrđuje istinitost i objektivnost podataka iz godišnjih obračuna, koje su svi poslovni subjekti dužni da dostave nadležnom organu, a koji su dostupni svakom zainteresovanom subjektu. Netačan i neistinit obračun povlači strogu materijalnu odgovornost revizora, ukoliko neki od učesnika dokaže da je pretrpeo štetu zbog toga što je poverovao u bonitet svog partnera na osnovu izveštaja revizora.

U takvom okruženju uloga države se svodi samo na obezbeđenje institucionalnih okvira za razvoj profesije i propisivanje obaveze vršenja revizije završnih računa akcionarskih društava i drugih poslovnih subjekata, gde vlasnici i rukovodioci nisu ista lica.

Na kraju možemo nedvosmisleno zaključiti da je uloga države na finansijskom tržištu, a posebno na tržištu kapitala esencijalna i po mnogo čemu specifična. Osnovna svrha regulativne funkcije države je da spreči emitente hartija od vrednosti da prikriivanjem relevantnih informacija ili netačnim prikazivanjem njihovih finansijskih stanja navedu investitore na štetu i pogrešnu procenu. Na ovaj način država promovise stabilnost finansijskih institucija na tržištu kapitala. Osnovni preduslov normalnog i efikasnog



funkcionisanja tržišta kapitala je postojanje pravne stabilnosti, koja obezbeđuje striktno sprovođenje finansijske i obligacione discipline, kao i poštovanje svih pravnih normi, kojima su regulisani odnosi između učesnika na tržištu kapitala. Zakonodavna i kontrolna funkcija države u održavanju i sprovođenju finansijske discipline je presudna za normalno funkcionisanje finansijskog tržišta. Prema tome, u savremenim uslovima privređivanja država je ta koja propisuje “pravila igre”, uz istovremenu kontrolu njihove implementacije u praksi.

### 2.1.2. Mesto i uloga centralne banke na finansijskom tržištu

U modernim državama u uslovima razvijenih robno-novčanih odnosa i u uslovima snažnog delovanja i uticaja centralne banke na tokove privređivanja dominantna je uloga centralne banke u kreiranju i sprovođenju monetarno-kreditne politike. Centralna banka zauzima najvažnije mesto u finansijskom sistemu svake zemlje, pa se s pravom kaže da je ona “banka banaka”. Ona se još naziva i emisiona ili novčanična banka. Njihov nastanak vezuje se za tzv. privilegovane banke, koje su imale pravo emitovanja novčanica, da bi kasnije jedna od njih dobila monopol nad emisionim poslovima. Do nastanka i razvoja emisionih banaka u Zapadnoj Evropi došlo je neposredno pre industrijske revolucije, što je pouzdan znak da je veći stepen generalnog razvoja bankarstva bio jedan od važnih uslova za ekonomski uspon ovih zemalja. Prve centralne banke u svetu osnovane su u Švedskoj (Riksbank of Sweden, 1656.) i Engleskoj (Bank of England, 1694.).<sup>79</sup> Zbog svog uticaja na nastanak i razvoj centralnih banaka u ostalim zemljama, Engleska centralna banka naziva se rodonačelnikom centralnog bankarstva u svetu.

Specifične karakteristike centralne banke po kojima se razlikuje od poslovnih banaka su sledeće:<sup>80</sup>

- emisija novčanica i kovanog novca i kontrola formiranja depozitnog novca;
- regulisanje potencijala bankaka i usmeravanje njihove kreditne politike;
- supervizorska, odnosno nadzorna uloga nad ukupnim poslovanjem banaka i drugih finansijskih organizacija;
- uloga poslednjeg utočišta (lender of last resort), odnosno garanta likvidnosti bankarskog sistema;
- državne, odnosno nacionalizovane banke u kojima državni ili društveni organi imaju odlučujuću ulogu u upravljanju;
- neprofitne institucije;
- ne uspostavljaju direktne kreditne relacije sa nebankarskim sektorima (osim države);
- predstavlja dualnu instituciju: novčanu, koja formira i dozira cirkulišući novac i bankarsku, koja uspostavlja niz kreditnih i depozitnih odnosa sa bankama, inostranstvom i državom;
- ne postoje konkurentski odnosi između centralne banke i poslovnih banaka.

Posao centralne banke, kao različit od posla komercijalne banke, je da kontroliše komercijalne banke na takav način što će promovisati generalnu politiku države.<sup>81</sup>

Funkcije centralne banke imaju esencijalni značaj za ukupan privredni razvoj i rast zemalja, usled čega je nad njihovim poslovanjem uspostavljena čvrsta zakonska i državna regulativa. Sa druge strane, postoji povratni metodološki i operativni uticaj centralne banke na formulisanje generalne finansijske strategije i politike zemlje.

<sup>79</sup> Srboljub Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990., str. 93

<sup>80</sup> Cox D., Success in Elements of Banking, John Murray, London, 1979., str. 132

<sup>81</sup> Sayers, R.S., Modern Banking, Oxford Clarendon Press, 1958., str. 64

U savremenim uslovima centralna banka obavlja poslove iz sledećih osnovnih funkcija:<sup>82</sup>

- 1) Emisija novčanica i kovanog novca,
- 2) Držanje i rukovanje deviznim rezervama,
- 3) Regulisanje potrebne količine novca u skladu sa osnovnim odredbama ekonomske politike,
- 4) Regulisanje likvidnosti bankarskog sistema i likvidnosti u privredi,
- 5) Kontrola kreditnih operacija u zemlji,
- 6) Regulisanje plaćanja i kreditiranje poslova sa inostranstvom,
- 7) Kreditni i drugi poslovi za račun države,
- 8) Organizacija platnog prometa,
- 9) Kontrola boniteta i zakonitosti poslovanja banaka i drugih finansijskih organizacija.

Uobičajeno je da se u monetarnoj teoriji i politici govori o dvema osnovnim funkcijama centralne banke. Prvo, *centralna banka je nadležna za vođenje monetarne politike*, u čijoj osnovi je kvantificiranje i dinamiziranje ponude novca. Iako se govori o četiri osnovna cilja monetarne politike - stabilnost cena, ekonomski rast, puna zaposlenost i uravnoteženi platni bilans, prioritet se daje stabilnosti cena. Time se valorizuje značaj stabilnosti nacionalne valute za ravnotežna privredna kretanja, čime se omogućuje da monetarna politika optimizira zahteve za stabilnošću i razvojem. Druga osnovna funkcija centralne banke je *funkcija "poslednjeg utočišta banaka" ili "zajmodavca u krajnjoj instanci"*. Radi se o obezbeđenju likvidnosti makroekonomskog sistema u uslovima rastuće privrede, što centralna banka realizuje snabdevanjem poslovnih banaka potrebnim kvantumima novca i kredita. Imajući u vidu značaj finansijskih institucija za normalno funkcionisanje finansijskog i privrednog sistema, kao i njihovo delovanje u tržišnim uslovima neizvesnosti i rizika, i najzad, značaj psihološkog faktora u ponašanju njihovih komitenata i najšire publike, centralne banke imaju funkciju sprečavanja masovnog bankrotstva banaka, tako što se javljaju kao "zajmodavci u krajnjoj instanci". Na ovaj način daje se osećaj relativne monetarne stabilnosti i sigurnosti tržišnim transaktorima i stanovništvu, koji imaju višak slobodnih sredstava, da budu spremni na intertemporalni i interpersonalni transfer svojih finansijskih viškova. Stabilnost finansijskog sistema i njegovo održavanje moglo bi se posmatrati kao nešto što proizvodi pozitivne eksternalije, i obrnuto, nestabilnost finansijskog sistema i njegov mogući kolaps kao slučaj negativnih eksternalija.<sup>83</sup> U okviru ove funkcije centralna banka pokriva trenutni deficit novčanih sredstava poslovnog bankarstva. Pri tome, ova uloga se ostvaruje na posredan i neposredan način ali se centralna banka ne javlja kao безусловni garant likvidnosti bankarskog sistema, jer se ne garantuje likvidnost svake pojedinačne banke.

Posredno, centralna banka je "poslednje utočište banaka", jer ona propisuje uslove za likvidnost i pooštrava uslove za slučaj nelikvidnosti, čime disciplinuje banke na permanentnu odbranu likvidnosti i solventnosti, što se postiže putem supervizorske funkcije centralne banke. Shodno tome, poslovne banke definišu sopstvenu strategiju likvidnosti koja je trostepenog nivoa.<sup>84</sup> Prvi stepen odbrane se zasniva na primarnim rezervama likvidnosti, koje se drže kod centralne banke (gotov novac i depoziti po viđenju). Drugi stepen se zasniva na sekundarnim rezervama likvidnosti, u obliku rezervnih fondova ili kamatonosnih hartija od vrednosti. Treći nivo odbrane se ostvaruje povlačenjem kredita sa novčanog tržišta. Međutim, postoje određeni periodi kada se

---

<sup>82</sup> Aleksandar Živković, Slobodan Komazec, Monetarna ekonomija-Mehanizam i politika efikasnog upravljanja novcem, Čigoja, Beograd, 1998., str. 675

<sup>83</sup> Đorđe Đukić, Monetarna vlast i stabilnost novca, Litopapir, Čačak, 1992., str. 9

<sup>84</sup> Borko Ž. Krstić, Bankarstvo, Prosveta, Niš, 1996., str.49

bankarski sistem nalazi u hroničnoj nelikvidnosti i kada su navedeni nivoi odbrane nedovoljni. Ukoliko centralna banka proceni da se ne radi o fundamentalnim nedostacima u radu banaka, već da je reč o kratkoročnim deficitima, može se aktivirati i četvrti nivo odbrane, tako što će centralna banka odobravati kredite za likvidnost, pri čemu tretman “zajmodavca u krajnjoj instanci” imaju krediti za likvidnost, koji su izuzetno kratkoročni, sa penalnim kamatnim stopama i koji ne mogu biti korišćeni za povećanje kreditnog potencijala. Ovaj sistem zasniva se na rigoroznoj kontroli, čiji su sastavni delovi sledeći: povišena kamata na kredite za likvidnost, obavezno pokriće u hartijama od vrednosti i provera boniteta banaka. Pored ovog koncepta, koji proizilazi iz državnog monopola nad emisijom novca, postoji i tržišno rešenje, koje štiti sitne i srednje štediše i u slučaju bankrotstva banke. Radi se o javnim korporacijama, npr. u SAD je to FDIC (Federalna korporacija za osiguranje depozita), koja se bavi osiguranjem depozita i garantovanom isplatom do određenog iznosa štednih uloga građana (u SAD to je iznos do 100.000 \$ ili 20.000 ECU u Evropskoj Uniji).

Inače, centralna banka nalazi se u aktivnoj ulozi i prema državi, jer se državni račun vodi kod nje, pri čemu u mnogim zemljama postoji praksa da centralna banka vrši prodaju hartija od vrednosti za račun države. Prema tome, može se govoriti o centralnoj banci i kao “banci države”.

*Supervizorska funkcija centralne banke* u odnosu na poslovne banke proizilazi iz prirode njihovog međusobnog odnosa i položaja centralne banke u ekonomskom i monetarnom sistemu zemlje. Ova funkcija je stara koliko i centralna banka, pri čemu se može govoriti o njenom rastućem značaju, uporedo sa rastućim tržišnim rizicima. Misli se na usmeravajuća i stabilizaciona dejstva centralne banke u odnosu na tržišna kretanja. Može se govoriti o tri aspekta neposrednog delovanja centralne banke na globalna ekonomska kretanja.<sup>85</sup> Prvi aspekt odnosi se na tradicionalne instrumente monetarno-kreditnog regulisanja, kojima se ostvaruje globalna kontrola količine novca i obima kredita. Radi se o kreditiranju poslovnog bankarstva, promenama stope i osnovice obaveznih rezervi, operacijama na otvorenom tržištu, variranju diskontnih stopa i direktivnim merama. Drugi aspekt se odnosi na nedovoljno razvijene tržišne privrede, gde centralna banka vrši kreditnu regulaciju preko selektivnog kreditiranja privrede, posredstvom poslovnog bankarstva. Radi se o beneficiranom finansiranju prioritarnih grana, čime se realizuje i razvojna uloga centralne banke. Cilj je prevazilaženje strukturnih disproporcija. Treći oblik delovanja centralne banke realizuje se preko supervizorstva u odnosu na poslovanje bankarskog i finansijskog sistema. Supervizorstvo centralne banke dobija sve veći značaj usled sve intenzivnijih inflatornih stopa, nestabilnih deviznih kurseva, sve varijabilnijih kamatnih stopa, ubrzanih procesa internacionalizacije i deregulacije finansijskih procesa. Supervizorstvo ima za cilj da apsorbuje ekonomske i finansijske viškove i da minimizira rizike po osnovu transfera i alokacije finansijskih resursa.

Osnov supervizorske funkcije centralne banke proizilazi iz procene da su poslovne banke najznačajniji finansijski intermedijeri, kroz čije aktivnosti se prelamaju kontroverzne monopolske i rizične pozicije, što iziskuje posebnu kontrolu i podršku od strane centralne banke. Obzirom da su depozitni izvori dominantni u strukturi pasive banaka, koji se odlikuju povremenim masovnijim odlivima iz bankarskog sistema (*bank runs*), zadatak je centralne banke da apsorbuje moguće šokove i izvrši reciklažu sredstava. Dodatni razlozi za pojačani nadzor centralne banke proizilaze iz sposobnosti poslovnih banaka da vrše tzv. “prerađivačku funkciju”, tj. ročnu transformaciju kratkoročnih u dugoročna sredstva, kao i zbog relativno visokog stepena osetljivosti bankarskih pozicija na povećane inflatorne tendencije. Povezano sa globalizacijom finansijskih odnosa i

---

<sup>85</sup> Srboljub Jović, Bankarstvo, op.cit.str. 107-108

internacionalizacijom finansijskih tržišta smatra se da bankarski resursi imaju manji stepen tržišne transparentnosti u odnosu na ulaganja u hartije od vrednosti, što u uslovima povećane tržišne nestabilnosti može izazvati neto gubitke u bilansnim pozicijama banaka. Ovo je ključan faktor u koncipiranju supervisoryske pozicije centralne banke u odnosu na poslovne banke. Kako je bankarski mehanizam zasnovan na poverenju najšire javnosti, supervizorstvo centralne banke usmereno je ka održavanju i povećanju poverenja u bankarske organizacije, kroz poboljšanje performansi i strukture poslovnog bankarstva. Za realizaciju supervisoryske funkcije centralne banke relevantna su sledeća pitanja: vlasništvo i upravljačka struktura u bankama, bilansna struktura, kreditna sposobnost, likvidna i solventna sposobnost, razvijanje kompetitivnih odnosa i sprečavanje neloyalne konkurencije, mikrokreditna politika banaka i odnos između stabilnosti i profitabilnosti u poslovnoj strategiji i politici banaka.<sup>86</sup> Prilikom koncipiranja i implementacije određenog modela supervizorstva javlja se problem usklađenosti između društveno-opravedanog nivoa nadzora i potrebnog stepena poslovne autonomije banke. Ne manje bitna svojstva supervizorstva su i metodološka racionalnost i vremenska kontinuelnost. Svoju supervisorysku funkciju centralna banka realizuje kroz direktni pregled bilansa banaka (auditing), povremenu procenu kreditne sposobnosti, analizu opštih performansi banaka, kroz obavezu banaka da objavljuju izveštaje o poslovanju, a posebno o likvidnosti i solventnosti. Inače, u praksi postoje dva koncepta supervizorstva. Prvi je anglosaksonski i zasniva se na propisivanju i kontroli stope kapitala bankarskih organizacija (odnos između sopstvenog kapitala i ukupne aktive ili rizične aktive). Drugi je evropski-kontinentalni (Nemačka, Francuska) a zasniva se na direktnoj kontroli regulativnosti i adekvatnosti parametara poslovne politike banaka.

Radi ostvarenja napred navedenih funkcija centralnim bankama stoji na raspolaganju veliki broj raznovrsnih instrumenata. Najvažniji su:

- 1) rediskontni krediti bankama,
- 2) operacije na otvorenom tržištu,
- 3) stopa obaveznih rezervi,
- 4) specijalni depoziti,
- 5) eskontna (diskontna) kamatna stopa,
- 6) direktivne mere i
- 7) neformalni uticaj centralne banke.

**Rediskontni krediti bankama** realizuju se preko rediskontnih operacija, u čijoj osnovi su kupovina robnih menica i drugih komercijalnih hartija od poslovnih banaka. Na ovaj način menično potraživanje prebacuje se sa poslovne na centralnu banku uz istovremenu kreditnu alokaciju u korist banke koja prenosi potraživanje. Kao posledica ove operacije javlja se porast nivoa likvidnih rezervi u poslovnom bankarstvu, promena sektorske strukture robnih potraživanja, uz nepromenenu strukturu robnih zaduženja. Kupoprodajni odnosi pokriveni komercijalnim papirima između preduzeća predstavljaju materijalnu osnovu rediskontnih operacija. U razvijenim tržišnim privredama koriste se dve vrste kredita centralne banke poslovnim bankama: rediskontni krediti i krediti pokriveni dokumentima. Centralna banka kupujući menice od poslovnih banaka odobrava im kredit uz diskontne stope, što dovodi do povećanja finansijskog potencijala banaka. Krediti pokriveni dokumentima predstavljaju oblik direktnog kreditiranja poslovnih banaka, koji se odobravaju na bazi prezentacije hartija od vrednosti ili dokumenata same poslovne banke, najčešće državnih obveznica, koje u svom portfelju drže poslovne banke. Nekada su rediskontne operacije bile osnovni mehanizam kreiranja likvidnih rezervi banaka i novčane mase, da bi ih savremena bankarska teorija kvalifikovala kao rigidan i relativno prevaziđen instrument monetarne politike, jer koristeći ovaj mehanizam centralna

---

<sup>86</sup> Borko Ž. Krstić, Bankarstvo, op.cit.str. 51

banka igra relativno pasivnu ulogu i to zbog toga što ne postoji neposredna i egzaktna kontrola centralne banke nad kvantumom kreiranih kredita, a postoji i opasnost da se diskontuju nepouzdana i fiktivne robne menice.

**Operacije na otvorenom tržištu** predstavljaju znatno efikasniji instrument kreiranja novca i kredita i zasnivaju se na aktivnoj ulozi centralne banke. One u stvari znače kupovinu i prodaju državnih hartija (obveznica) na finansijskom tržištu. Mogućnost korišćenja operacija na otvorenom tržištu zavisi od toga da li postoje odgovarajuće institucionalne pretpostavke.

- Osnovna pretpostavka za aktiviranje ovog instrumenta monetarnog regulisanja jeste da u zemlji postoji veoma razvijeno tržište hartija od vrednosti, a posebno tržište državnih hartija. Ovo tržište mora da ima adekvatnu širinu i dubinu, tj. da postoji velika masa državnih obveznica sa različitim rokovima, kao i jaka ponuda i tražnja državnih obveznica nezavisno od intervencionih operacija centralne banke.
- Velika količina državnih hartija, kojima se vrše transakcije na sekundarnom tržištu, nastala je na bazi politike deficitnog finansiranja države u prethodnom periodu. U razvijenim kapitalističkim zemljama korišćena je kejnzijanska politika deficitnog finansiranja države u cilju stimulisanja ekonomske aktivnosti i zaposlenosti i to u periodu posle izbijanja Velike svetske ekonomske krize tridesetih godina XX veka. Država sprovodi operativnu politiku državnog duga kroz sukcesivne emisije serija svojih obveznica sa različitim rokovima dospeća i to na bazi tržišnih kamatnih stopa i ostalih tržišnih uslova. Osnovni preduslov kontinuiranog održavanja kreditne sposobnosti države na finansijskom tržištu je redovno servisiranje svojih obaveza. Pri tome nije bitno što se isplata jedne serije državnih obveznica, često, ostvaruje iz priliva novca na bazi nove serije obveznica.
- Značajan element za aktivno funkcionisanje tržišta državnih obveznica je kontinuirano postojanje jake tražnje za ovim hartijama. Državne obveznice su atraktivne za investitore iz sledećih razloga: a) one nose kamatu po stopi koja odgovara tržišnim uslovima za obveznice sa sličnim stepenom rizika i rokom dospeća; b) transaktori mogu u svako doba, u slučaju potrebe da prodaju državne obveznice na sekundarnom tržištu i pre roka dospeća i to po relativno stabilnoj ceni, koja je približno jednaka nominalnoj ceni obveznice umanjenoj za diskont; c) investitorima se nude državne obveznice širokog spektra ročnosti, počev od kratkoročnih, preko srednjoročnih do dugoročnih obveznica; i d) postoji velika disperzija državnih obveznica kod velikog broja transaktora, kao što su: banke, osiguravajući zavodi, ostale finansijske institucije, preduzeća, pojedinci.
- Centralna banka uključuje se svojim operacijama kupovine ili prodaje kratkoročnih državnih obveznica na sekundarno tržište. Ovde je bitno istaći da centralna banka nema nikakvih obaveza prema državi u pogledu politike državnog duga, već da kupovinu i prodaju državnih hartija ostvaruje isključivo polazeći od procene regulativnog uticaja na formiranje primarnog novca putem operacija na otvorenom tržištu.

Kada centralna banka kupuje državne obveznice od poslovnih banaka, ona im kao ekvivalent isplaćuje određenu količinu domaćeg novca, što uslovljava povećanje nivoa rezervi i potencijala banaka što dalje implicira u povećanju obima kredita i novčane mase na makro nivou. Obrnuto je kada centralna banka prodaje državne obveznice, jer tada dolazi do smanjenja novčane mase i bankarskih rezervi. Obzirom da centralna banka ima

inicijativu pri obavljanju operacija na otvorenom tržištu, to obezbeđuje postizanje suptilne regulacije kvantuma novca i kredita u skladu sa dostupnim tržišnim informacijama o odnosima ponude i tražnje novca i kredita. Stoga ovaj instrument karakteriše visoka operativnost, jer su moguća višekratna dnevna kreiranja i povlačenja novca i kredita iz sistema. S druge strane, zahvaljujući učešću u operacijama na otvorenom tržištu poslovne banke obezbeđuju zadovoljavajući stepen likvidnosti, kao i kamatonosnost svojih plasmana. U cilju optimizacije obima i strukture svojih rezervi i kamatonosnih portfelja, poslovne banke kombinuju instrumente rediskonta i operacije na otvorenom tržištu. Zadovoljavajući efekti se postižu na osnovu opreznog pomeranja visine diskontne stope i doziranja obima prodaje ili kupovine hartija od vrednosti. U tim uslovima centralna banka može da utiče na željeno pomeranje strukture kamatnih stopa na finansijskom tržištu, kvantifikacije obima potencijala banaka i proporcioniranje nivoa i stopa rasta novčane mase.<sup>87</sup> Prema tome, operacije na otvorenom tržištu deluju istovremeno na regulisanje rezervi banaka (tj. na ekspanziju bankarskih kredita i novčane mase) i na tržišne kamatne stope. Ovaj dvokanalni mehanizam delovanja operacija na otvorenom tržištu, na monetarne agregate i na cenu kredita, u principu se može pozitivno oceniti. Ipak tu postoji bitno ograničenje u tom smislu što putem operacija na otvorenom tržištu centralna banka nije u stanju da istovremeno precizno reguliše programirana kretanja rezervi banaka i postizanje željenog nivoa kamatnih stopa. Iskustva razvijenih kapitalističkih zemalja pokazuju da centralne banke moraju da biraju između nastojanja da obezbede targetirano kretanje rezervi banaka (kretanje primarnog novca i drugih monetarnih agregata) ili nastojanja da obezbede željeni nivo tržišnih kamatnih stopa. U posleratnom periodu politika otvorenog tržišta najširu primenu našla je u SAD, Engleskoj i Kanadi, a kasnije se razvija u praksi Zapadne Nemačke, Švedske, Švajcarske, Francuske, Japana, itd.

**Politika obaveznih rezervi**, za razliku od operacija na otvorenom tržištu, kvalifikuje se kao rigidan, povremen i neophodan instrument monetarno-kreditnog regulisanja u pojedinim situacijama. Primenjuje se najčešće u uslovima eksterne likvidnosti ili nelikvidnosti bankarskog sistema. Promene stope obaveznih rezervi su u funkciji alternativnog i korektivnog instrumenta u odnosu na operacije na otvorenom tržištu. Za razliku od rediskontnih operacija i operacija na otvorenom tržištu, koje se smatraju dinamičnim monetarnim operacijama, politika obaveznih rezervi je defanzivnog karaktera, jer se njihovom varijacijom brani programirani rast novčane mase od uticaja egzogenih faktora.<sup>88</sup> Relativno veću upotrebu imaju u manje razvijenim i nerazvijenim zemljama, gde se koriste u sadejstvu sa stopom kreditiranja poslovnih banaka.

U pogledu teorijskih koncepata politike obaveznih rezervi došlo je do značajnih evolutivnih procesa. U tom smislu postoje dva bazična koncepta. Prema standardnoj teorijskoj koncepciji, politika obaveznih rezervi je značajna kao instrument regulisanja vrednosti monetarnog multiplikatora, pri čemu za njenu operacionalizaciju postoje dva osnovna instrumenta. To su: regulisanje kvantuma primarnog novca i regulisanje obaveznih rezervi. Kombinovanjem ova dva ključna instrumenta monetarnog regulisanja centralna banka utiče na formiranje novčane mase. Na taj način centralna banka deluje u pravcu smanjivanja varijabilnosti novčane mase oko željenog ili targetiranog nivoa.<sup>89</sup> Standardna teorijska koncepcija pretpostavlja indirektnu kontrolu kreditnih aktivnosti banaka, kroz direktnu kontrolu primarnog novca, što znači kroz regulisanje ponude kredita od strane poslovnih banaka. Novije teorijske koncepcije relativizuju značaj regulativne uloge obaveznih rezervi, što je uslovljeno dvema činjenicama. Prvo, sa aspekta poslovne

---

<sup>87</sup> Srboljub Jović, Bankarstvo, op.cit.str.99

<sup>88</sup> Borko Krstić, Bankarstvo, op.cit.str.56

<sup>89</sup> Ira Kaminow, Required Reserve Ratios, Policy Instruments and Money Stock Control, Journal of Monetary Economics, Oktobar 1977., str.390

banke držanje obaveznih rezervi predstavlja oblik skrivenog oporezivanja, jer su prihodni efekti jednaki držanju državnih obveznica sa niskom ili nultom stopom prinosa. Drugo, došlo je do povećanja kamatnih stopa na finansijskim tržištima, što je uslovalo još veće implicitno oporezivanje banaka. U takvim uslovima nastalo je shvatanje da formiranje obaveznih rezervi nije nužan uslov regulisanja novčane mase. Kao posledica ovoga u operativnoj praksi razvijenih kapitalističkih zemalja može se uočiti tendencija smanjivanja stopa obaveznih rezervi istovremeno sa proširenjem osnovice za obračun obavezne rezerve. U ostalim zemljama sa nerazvijenim ili tek formiranim finansijskim tržištima kamatna stopa ne može da bude značajniji oslonac mehanizma monetarnog regulisanja, tako da se u ovim zemljama regulacioni monetarni mehanizmi zasnivaju na regulisanju ponude bankarskih kredita.

U pogledu strukture obavezne rezerve kreditnih institucija u teoriji postoje tri koncepta.<sup>90</sup> Prema prvom konceptu osnovicu za obračun obavezne rezerve predstavljaju depoziti po viđenju, tj. transakcioni depoziti, dok po drugoj koncepciji osnovicu čine sve kategorije depozita, koje se nalaze kod banaka i drugih finansijskih institucija, pri čemu visina stope obaveznih rezervi treba da bude jednaka bez obzira na vrstu depozita. Pristalice trećeg koncepta ističu da osnovicu za obračun obavezne rezerve, takođe, treba da čine sve kategorije depozita kod kreditnih institucija, ali sa diferencijalnim stopama obaveznih rezervi. Kada je reč o visini stope obaveznih rezervi treba reći da postoje dva ekstremna shvatanja. Jedni se zalažu za stopocentnu stopu obavezne rezerve primenjenu na depozite po viđenju, čime se kreditni multiplikator banaka obara na nulti nivo. U drugom teorijskom pristupu zauzeta je suprotna ekstremna pozicija. Naime, u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima optimalna stopa obaveznih rezervi treba da bude formirana na nultom nivou. Prema Kanatas-Greenbaumu pri nultoj stopi obavezne rezerve, banke nemaju stimulansa da kreiraju depozitne supstitute, pa je u tom slučaju ponuda depozita banaka maksimalna dok je ponuda depozitnih supstituta nulta. Pri porastu stope obaveznih rezervi menja se struktura bankarskih depozita i depozitnih supstituta u korist ovih poslednjih. Kod stopostotne obavezne rezerve, ponuda depozitnih supstituta od strane banaka je maksimalna.<sup>91</sup> Međutim, u praksi nijedne zemlje u svetu ovi ekstremni koncepti ne egzistiraju, već se optimum traži u granicama između njih. Po pravilu u svim zemljama obavezna rezerva banaka kod centralne banke koncipirana je kao nekamatonsna aktiva, što u stvari predstavlja skriveno oporezivanje poslovnih banaka od strane centralne banke. Manipulišući visinom i osnovicom za obračun obaveznih rezervi, centralna banka utiče na kreditni potencijal poslovnih banaka i na njihovu likvidnost. Ukoliko centralna banka poveća stopu obaveznih rezervi, to će usloviti veće izdvajanje sredstava poslovnih banaka na računu kod centralne banke što će implicirati u smanjenju njihovog kreditnog potencijala ali i u istovremenom povećanju njihove likvidnosti. I obrnuto, kada centralna banka smanji stopu obaveznih rezervi onda dolazi do povećanja kreditnog potencijala banaka uz istovremeno smanjenje njihove likvidnosti.

**Specijalni depoziti** znače formiranje dodatnih depozita kod centralne banke, što uslovljava dodatno sniženje obima raspoloživih bankarskih resursa, čime se smanjuje depozitno-kreditna multiplikacija. Aktiviranjem ovih depozita dolazi do povećanja bankarskih resursa a time i do povećanja mogućnosti za kreiranje novih kredita. Osnov formiranja specijalnih depozita je uvođenje marginalne obavezne rezerve na prirast depozita. Stopa ovih rezervi viša je od stope obaveznih rezervi, a uvodi se kod banaka sa ekspanzivnim rastom depozita. Inače, na specijalne depozite plaća se niža kamatna stopa u odnosu na prosečnu, a može biti i na nultom nivou. Ovaj instrument monetarnog

---

<sup>90</sup> Milutin Ćirović, Monetarna ekonomija, op.cit.str.297-300

<sup>91</sup> George Kanatas, Stuart Grenbaum, Bank Reserve Requirements and Monetary Aggregates, Journal of Banking and Finance, Decembar, 1982., str. 1467

regulisanja primenjuje se ređe, jer često posezanje za ovim instrumentom može dovesti do dezintermedijacije, tj. zamene depozita i bankarskih kredita nedepozitnim i nekreditnim instrumentima formiranja finansijskih odnosa.

**Eskontna ili diskontna kamatna stopa** predstavlja minimalnu kamatnu stopu po kojoj je centralna banka spremna da odobrava kredite poslovnim bankama. Predstavlja neku vrstu kompozitne kamate, preko koje centralna banka želi da usmerava kreditne tokove i formiranje ostalih kamatnih stopa na finansijskom tržištu, ali istovremeno ona održava i odgovarajuća kretanja kamata na tržištu.<sup>92</sup> Kada centralna banka želi da smanji količinu novca u opticaju, odnosno kada u zemlji postoji višak tražnje nad ponudom, kada cene rastu i kada se osećaju pojačane inflatorne tendencije, onda ona pribegava povećanju eskontne stope, jer to dovodi do poskupljenja cena kredita, koje centralna banka odobrava poslovnim bankama na bazi robnih menica. Obrnuto je kada centralna banka snižava eskontnu stopu, tj. kada vodi ekspanzivnu politiku. Međutim, pod eskontnom politikom ne treba podrazumevati samo manipulisanje eskontnom stopom, jer je to često nedovoljna mera za postizanje željenog cilja. Zbog toga u arsenalu eskontne politike postoje i druge mere, kao što su propisivanje uslova za reeskont menica u pogledu rokova i kvaliteta. Isto tako centralna banka često unapred određuje maksimalni iznos primarnog novca do koga će odobravati reeskontne kredite, čime ograničava obim kreiranja primarnog novca putem reeskonta robnih menica ili drugih hartija od vrednosti. Podaci o kretanju eskontnih, tj. diskontnih stopa centralnih banaka vodećih kapitalističkih država pokazuju da su ove stope predmet čestih promena, i to po pravilu u pravcu njihovog povećanja.

**Direktivne mere centralne banke** nisu konzistentne i fleksibilne u odnosu na tržišne mehanizme, tako da imaju selektivna i rigidna obeležja. U sadejstvu sa drugim instrumentima ove mere treba da doprinesu ubrzanju i poboljšanju realizacije makroekonomske politike zemlje. Njihova česta i duga primena izaziva kontraefekte u smislu gušenja, korupcije i otvaranja paralelnih tržišta. Razlikujemo kvantitativne i kvalitativne direktivne mere. *Kvantitativne direktivne mere* javljaju se u vidu limitiranja obima kredita poslovnih banaka nezavisno od kretanja sopstvenog depozitnog potencijala. Ove mere javljaju se i u vidu limitiranja kamatne stope, koju banke plaćaju na određene vrste depozita (dugo vremena je bila u primeni u monetarnom sistemu SAD u vidu utvrđivanja gornje kamatne stope na oročene depozite kod banaka). U kvantitativne direktivne mere spadaju još i propisivanje obima ili limitiranih cena otkupa ili prodaje hartija od vrednosti i plafoniranje obima potrošačkih i stambenih kredita. *Kvalitativne direktivne mere* centralne banke javljaju se u vidu sugestija i uputstava bankama da u određenim periodima daju prioritet određenim privrednim delatnostima, ili da neke od komitenata isključe iz kreditnih plasmana.

**Neinstitucionalne metode** delovanja centralne banke u odnosu na poslovne banke predstavljaju specifičan oblik kvalitativnih direktivnih mera. Najznačajnija mera jesu moralni apeli centralne banke da se poslovne banke uzdrže od previsokih kreditnih aktivnosti, ili od povećanja kamatnih stopa. U kojoj meri će poslovne banke prihvatiti ove apele prevashodno zavisi od njihovog uticaja na prihod banke. Ukoliko primena ovih apela deluje negativno na prihod banke, teško je očekivati da će se banka samo na osnovu apela pridržavati navedenog. Potrebno je nešto jače od apela, nešto što se nalazi u formalnoj moći centralne banke. U tom smislu apeli mogu biti potkrepljeni "prijateljskim nagoveštajima" o mogućoj kontroli takvih banaka. Inače, u tržišnim privredama ove neinstitucionalne metode nisu fundirane političkim voluntarizmom, već ekonomskim ciljevima. Najpoznatiji je metod "moralnog ubeđivanja" ili "džentlmentskog sporazumevanja". Ukoliko je kreditni potencijal poslovnih banaka zavisniji od centralne banke, utoliko je veći efekat "ubeđivanja". Najčešća transmisija između centralne banke i

<sup>92</sup> Srboljub Jović, Bankarstvo, op.cit.str.102



poslovnog bankarstva jesu razna udruženja banaka, gde se otvaraju zajedničke škole i kursevi za obuku i usavršavanje bankarskih kadrova, čime se stvaraju stručni preduslovi za primenu neisnstitucionalnih metoda.

Efikasnost implementacije ovih mera i instrumenata u direktnoj je korelaciji sa položajem centralne banke u monetarnom sistemu zemlje. Mesto i uloga centralne banke nisu jednaki u svim zemljama, jer to zavisi od društveno-ekonomskog i političkog sistema i uređenja svake zemlje. Ako posmatramo stepen samostalnosti centralne banke u finansijskom sistemu, videćemo da se on razlikuje od zemlje do zemlje i da se nalazi između dva ekstrema, i to počev od onih koje su tehnički aparat ministarstva finansija pa sve do onih koje imaju visok stepen samostalnosti. U cilju boljeg razumevanja problematike nezavisnosti centralne banke, neophodno je napraviti distinkciju između raznih komponenti njene nezavisnosti. Najpre možemo razlikovati ekonomsku i političku nezavisnost.<sup>93</sup> *Politička nezavisnost* reflektuje stepen u kome je centralna banka sposobna da održi cenovnu stabilnost bez pomoći (uplitanja) vlade. *Ekonomska nezavisnost* se ogleda u stepenu nezavisnosti u kome centralna banka samostalno određuje iznos i cenu kredita, koje odobrava vladi. Nezavisnost centralne banke može se posmatrati u kontekstu nezavisnosti ciljeva i nezavisnosti instrumenata koje koristi.<sup>94</sup> *Nezavisnost ciljeva* ogleda se u stepenu u kome centralna banka može samostalno postavljati svoje ciljeve sa ostvrtom na monetarnu politiku, dok se *nezavisnost instrumenata* ogleda u njenom samostalnom izboru pojedinih instrumenata koje će koristiti u realizaciji postavljenih ciljeva. Na kraju, možemo razlikovati legalnu i stvarnu nezavisnost centralne banke.<sup>95</sup> *Legalna nezavisnost* odnosi se na interpretaciju zakonske regulative vezane za centralnu banku radi sagledavanja ciljeva, instrumenata i njenog odnosa sa vladom. *Stvarna nezavisnost* se interpretira u smislu prosečne stope smena guvernera, tj. u prosečnom vremenu u kome se menja guverner centralne banke. Ekonomisti i političari u globalu smatraju da je stepen autonomije centralne banke prema političkoj vlasti značajna determinanta političkih izbora i ekonomskih performansi. Praktična provera ovog stava je otežana, jer nimalo nije lako kvantifikovati autonomiju centralne banke. U ranijim istraživanjima za utvrđivanje autonomije centralne banke korišćene su zakonske odredbe iz Ustava i statuta centralne banke. Kritičari ovog pristupa isticali su da je on insuficijentan. U savremenim uslovima ovom problematikom bave se brojni istraživači (Cukierman, Webb, Neyapti), koji smatraju da za utvrđivanje autonomije centralne banke treba koristiti stvarno prosečno vreme koje guverner provede u tom svojstvu.<sup>96</sup> Naime, Cukierman je teoretski dokazao da se očekivana dužina vremena provedena na mestu guvernera nalazi u inverznoj relaciji sa stopom inflacije. Takođe, je pokazao da je prosečno vreme koje guverner provede u tom svojstvu bitno kraće kod zemalja u razvoju nego kod industrijskih zemalja.<sup>97</sup> Postoji opšta saglasnost da politička nestabilnost pogoršava makroekonomsku politiku i rezultate. Efekti su najjači na inflaciju, ali i na druge varijable, kao što su stopa privrednog rasta i realna kamatna stopa. Neka makroekonomska pogoršanja rezultiraju iz direktnih efekata političkih promena, naročito, na fiskalnu politiku, dok neka proizilaze iz efekata promena

---

<sup>93</sup> Grilli, V., Masciandaro, D., Tabellini, G., Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries, *Economic Policy* 13, 1991., str. 341-392

<sup>94</sup> Debelle, G., Fischer, S., How independent should a central bank be? In: Fuhrer, J.C., Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers, Federal Reserve of Boston, Conference Series, vol.38, 1995., str. 195-221

<sup>95</sup> Cukierman, A., Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence, MIT Press, Boston, MA, 1992.

<sup>96</sup> Cukierman, A., Webb, S., Neyapti, B., Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes, *The World Bank Economic Review* 6, 1992., str.353

<sup>97</sup> Cukierman, A., Commitment through Delegation, Political Influence and Central Bank Independence-A Framework for Monetary Stability, Kluwer Academic Publishers, Boston, 1994., str.186

u institucijama, kao što je centralna banka, kao i od njene sposobnosti i intuicije da prati politiku i političke promene radi očuvanja dobrih performansi ekonomije na duži rok.

Različiti tipovi političke nestabilnosti imaju prilično različite efekte na makroekonomiju. Kada bi političke promene odražavale promene u osnovnim odnosima prema ekonomskoj politici ili kada bi one bile neopozive za političare, koji su umešani u to, onda bi ta nestabilnost motivisala političare da čvršće kontrolišu centralnu banku i da je drže pod svojom kontrolom, kako bi sačuvali svoju moć. Da bi se bolje razumeo politički uticaj na centralnu banku treba dati odgovore na neka pitanja:<sup>98</sup>

Prvo pitanje na koje treba odgovoriti je *da li su promene u centralnoj banci značajno različite ubrzo nakon političkih promena nego u periodima kada nema ovih promena*. Da bi odgovorili na ovo pitanje upoređićemo učestalost kojom se guverneri menjaju u periodima ubrzo nakon političkih promena sa učestalošću ovih promena u tzv. nepolitičkim periodima. Na osnovu konkretnih empirijskih istraživanja u 67 zemalja, koja su obavili Cukierman i Webb, možemo videti da je učestalost zamene guvernera mnogo veća u periodima nakon političkih promena, nego u periodima kada nema ovih promena.<sup>99</sup> Rezultati dobijeni iz ovih istraživanja ukazuju da su ovakva kretanja karakteristična ne samo za zemlje u razvoju, već i za industrijske zemlje. Ovi rezultati, tj. učestalost kojom se guverneri centralnih banaka menjaju u političkim periodima mogu da posluže kao indeks stepena političkog uticaja na centralnu banku, tj. kao pokazatelj autonomije centralne banke. U ovoj analizi uzeta su u obzir četiri tipa političkih promena kao indikatori političke nestabilnosti. Prvi tip promena su promene u vrhu vlade, koje karakteriše nizak nivo nestabilnosti. Drugi tip promena su nenasilne promene partija, koje formiraju vladu. Njih karakteriše srednji nivo političke nestabilnosti. Treći tip promena su promene osnovnih pravila vlade, kao prelazak sa jednog autoritarnog na drugi autoritarni režim ali bez promene oblika vlade. Ove promene sa sobom nose visok stepen nestabilnosti. Četvrti i poslednji tip promena su nepravilne promene sa izmenom režima, od demokratskih u autoritarne ili obrnuto, gde je nivo političke nestabilnosti najveći.

Drugo pitanje na koje treba dati odgovor je *za koje vreme politička promena, nakon njenog javljanja, dovodi do povećanja mogućnosti promene guvernera centralne banke*. Rezultati napred navedenih istraživanja pokazuju da je učestalost promena guvernera centralne banke veća od prosečne odmah nakon nastanka političke promene, a da se smanjuje kako vreme odmiče. Ovom procedurom, periodi u okviru šest meseci od poslednje političke promene su definisani kao politički, dok je svaki period izvan ovog nepolitički. Za čitav uzorak od 67 zemalja podaci pokazuju da promene u centralnoj banci nakon političkih promena monotono opadaju sa brojem proteklih meseci od poslednje političke promene. Tako na primer ove promene su skoro tri puta veće u intervalu od jednog meseca ( 0,063 mesečno), nego u intervalima od 2-6 meseci ( 0,026 mesečno). Za interval od 7 i više meseci ova učestalost opada do oko 60% od vrednosti koju ima u intervalima od 2-6 meseci. Promene u centralnoj banci u okviru jednog meseca trajanja političke promene najčešće rezultiraju direktno iz političke promene, dok je za promene koje se dešavaju u centralnoj banci u periodu od 9 i više meseci nakon političke promene malo verovatno da su rezultat promena u vladi, već da su rezultat nekih drugih nepolitičkih promena. Sve u svemu, za čitav ovaj uzorak ekonomija, rezultati potvrđuju viziju da nestabilnost u centralnoj banci raste u periodima nakon političke promene i da je ovo kretanje od velikog značaja. Procenjena mogućnost promene guvernera je više od dva puta veća u periodima u okviru šest meseci nakon političke promene nego u periodima koji su

---

<sup>98</sup> Đurović-Todorović Jadranka, Politički uticaj na centralnu banku, Ekonomske teme br.2, Ekonomski fakultet u Nišu, 1998., str.269-272

<sup>99</sup> Cukierman, A., Webb, S., Political Influence on the Central Bank: International Evidence, The World Bank Economic Review vol.9, no.3, 1997., str.399

udaljeniji od te promene. Prema tome, politička nestabilnost povećava nestabilnost u centralnoj banci i slabi njenu autonomiju. Rezultati dalje pokazuju da je mogućnost promena u centralnoj banci veća kod zemalja u razvoju nego u industrijskim zemljama, i to u svim intervalima.

Treće pitanje odnosi se na to *da li je politička osetljivost centralne banke sistematski povezana sa dostignutim nivoom ekonomskog razvoja i postojećim tipom političkog režima*. Ovde treba izračunati stepen političke osetljivosti centralne banke i analizirati njen odnos sa stepenom ekonomske razvijenosti zemlje i prirodom njenog političkog režima (demokratski, autokratski ili kombinovani). Pod političkom osetljivošću centralne banke podrazumeva se osetljivost, tj. povezanost promene guvernera centralne banke sa političkim promenama u relativno kratkom vremenskom periodu nakon izvršenih političkih promena. Česte promene guvernera nakon nastanka političkih promena delimično su rezultat i činjenice da vremenski period-rok u kome će guverner ostati na tom položaju nije određen ni zakonom ni običajima, što znači i da nije zaštićen od političkih promena. Ovaj tip uticaja je bio uobičajen za zemlje u razvoju, kao što su Bocvana, Kina, Kosta Rika i Indonezija, a delimično je uobičajen za zemlje koje se nalaze između demokratskog i autokratskog režima, kao što su Brazil, Čile, Indija, Republika Koreja, Nikaragva, Peru i Urugvaj. U Argentini npr. bez obzira što je zakonom bilo predviđeno da mandat guvernera traje četiri godina, guverner je uvek menjan sa promenom vlade. Kada je reč o industrijskim zemljama politički uticaj na centralnu banku je redak, pri čemu je Švedska izuzetak-gde su politički uticaji blaži i slabiji u odnosu na zemlje u razvoju. Npr. u SAD je indeks osetljivosti centralne banke jednak nuli, što ukazuje na odsustvo političkog uticaja na Američku centralnu banku. Međutim, ovde treba reći da postoji nekoliko drugih slabijih kanala političkog uticaja na Federalne Rezerve. Radi utvrđivanja političkog uticaja na centralnu banku izračunavamo indeks političke osetljivosti centralne banke, za svaku zemlju, kao odnos između broja zamena guvernera centralne banke u okviru  $i$ -tog meseca nakon političke promene (gde je  $i=1,6$ ) i broja političkih promena.<sup>100</sup> Rezultati prethodne analize pokazuju da je ukupna prosečna vrednost indeksa političke osetljivosti centralne banke za sve zemlje 0,24. Ovaj rezultat u stvari znači da kao posledica skoro četvrtine svih političkih promena dolazi do promene guvernera u okviru prvih šest meseci od nastanka te političke promene. Ovde treba dodati da je ovaj indeks tri puta veći kod zemalja u razvoju u odnosu na industrijske zemlje, što znači da je politička osetljivost centralne banke od političkih promena tri puta veća kod zemalja u razvoju. Uzimajući u obzir ovaj indeks Švedska od svih industrijskih zemalja ima najosetljiviju centralnu banku od političkih promena. Od demokratski uređenih zemalja u razvoju ovaj indeks je najveći kod Bocvane, dok je centralna banka Argentine najosetljivija od svih zemalja sa mešovitim režimom.

Poslednje pitanje na koje treba dati odgovor je *da li je politička osetljivost centralne banke sistematski povezana sa pokazateljima ekonomskih performansi privrede, kao što su inflacija, stopa privrednog rasta i realne kamatne stope i ako jeste kakvi su njeni efekti na ekonomiju*. Obzirom da je inflacija složena i kompleksna pojava, koja predstavlja poremećaj celokupnog ekonomskog organizma, istraživanja su samo potvrdila značajnu povezanost između inflacije, tj. stope depresijacije realne vrednosti novca i smene guvernera u zemljama u razvoju. Naime, na osnovu brojnih istraživanja utvrđeno je da politička osetljivost centralne banke, kao i promene u centralnoj banci izazvane nepolitičkim pojavama imaju značajan uticaj na inflaciju i njeno kretanje.<sup>101</sup> Sa druge

<sup>100</sup> Cukierman, A., Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence, Cambridge, MIT Press, Boston, MA, 1992., str.511

<sup>101</sup> Edwards, Sebastian & Guido Tabellini, Explaining Fiscal Policies and Inflation in Developing Countries, Journal of International Money and Finance 10, 1991., str.35

strane ukoliko u nekoj zemlji dolazi do povećanja osetljivosti centralne banke na političke promene, kao i do češćih promena u centralnoj banci izazvanih nepolitičkim pojavama, to znači da će istovremeno doći do pada stope privrednog rasta. I na kraju ukoliko je veći stepen nezavisnosti centralne banke to je niža realna kamatna stopa. U tom smislu sa povećanjem političke osetljivosti centralne banke i povećanjem smena u njoj, izazvanih nepolitičkim pojavama, sigurno dolazi do povećanja realnih kamatnih stopa.

Prema tome, iz svih ovih teza jasno proizilazi da centralna banka ima vitalnu ulogu u monetarnom sistemu svake zemlje, te da su njeno mesto i uloga na finansijskom tržištu, a posebno na tržištu novca, od neprocenjivog značaja. Centralna banka kao vrhovna monetarna i bankarska vlast mora posedovati visok stepen operativne osposobljenosti i poslovne autonomije. Samo jasna izbalansiranost između prava i obaveza, kompetentnosti i odgovornosti predstavlja dobar preduslov za funkcionisanje fleksibilnog i složenog monetarnog sistema, koji bi mogao da deluje mobilizatorski i regulativno na ključne ekonomske, finansijske i monetarne tokove.

### 2.1.3. Banka kao učesnik na finansijskom tržištu

U osnovi finansijskog tržišta nalaze se finansijske institucije koje, u različitom stepenu interakcije, obezbeđuju izvršavanje funkcija tržišta i njegovu efikasnost. One su osnovni učesnici u trgovini finansijskim instrumentima, i to kao neposredni učesnici ili učesnici čija aktivnost omogućava normalno obavljanje trgovine. Osnovna uloga finansijskih institucija je posredovanje između nosilaca i korisnika akumulacije (štednje), ako su oni funkcionalno odvojeni. One obavljaju navedenu funkciju tako što prikupljaju akumulaciju putem sopstvenih kreditnih i finansijskih instrumenata (kreirajući svoju pasivu) i vrše njeno usmeravanje kreditiranjem ili kupovinom finansijskih instrumenata zajmoprimca (kreirajući sopstvenu aktivu). Npr. banka preko depozita ili štednih uloga stanovništva prikuplja sredstva (pasiva) koja, odobravajući kredite ili kupujući akcije usmerava u preduzeća (aktiva). Ovim procesom potraživanje neposrednih kreditora transferiše se u sopstveno potraživanje finansijskog posrednika prema korisnicima akumulacije.

Finansijske institucije imaju vitalni značaj na performanse nacionalne ekonomije i na buduću rast tržišno orijentisanih ekonomija. Npr. u SAD finansijske institucije približno privuku 4/5 od ukupne štednje generisane u američkom finansijskom sistemu. Finansijske institucije su firme čiju aktivu sačinjavaju akcije, obveznice i zajmovi, a ne realna dobra kao što su zgrade, oprema i sirovine. Finansijske institucije odobravaju potrošačke ili investicione kredite za kupovinu hartija od vrednosti na finansijskom tržištu. Pored ovih, finansijske institucije nude široku lepezu ostalih finansijskih usluga. Razlikujemo više tipova finansijskih posrednika:<sup>102</sup>

- 1) *depozitarni posrednici (depository intermediaries)* su oni čiji glavni izvori sredstava su depoziti primeljeni od preduzeća, domaćinstava i javnog sektora. Reprezenti ovog tipa posrednika su komercijalne banke, kreditne unije, štedne i kreditne asocijacije i štedne banke;
- 2) *ugovorni posrednici (contractual intermediaries)* prikupljaju sredstva na osnovu sklopljenih ugovora sa svojim klijentima, gde se promovise štednja ili finansijska zaštita od gubitka života ili imovine. Najznačajniji predstavnici ovog tipa posrednika su kompanije za osiguranje imovine i lica i javni i privatni penzioni fondovi;

---

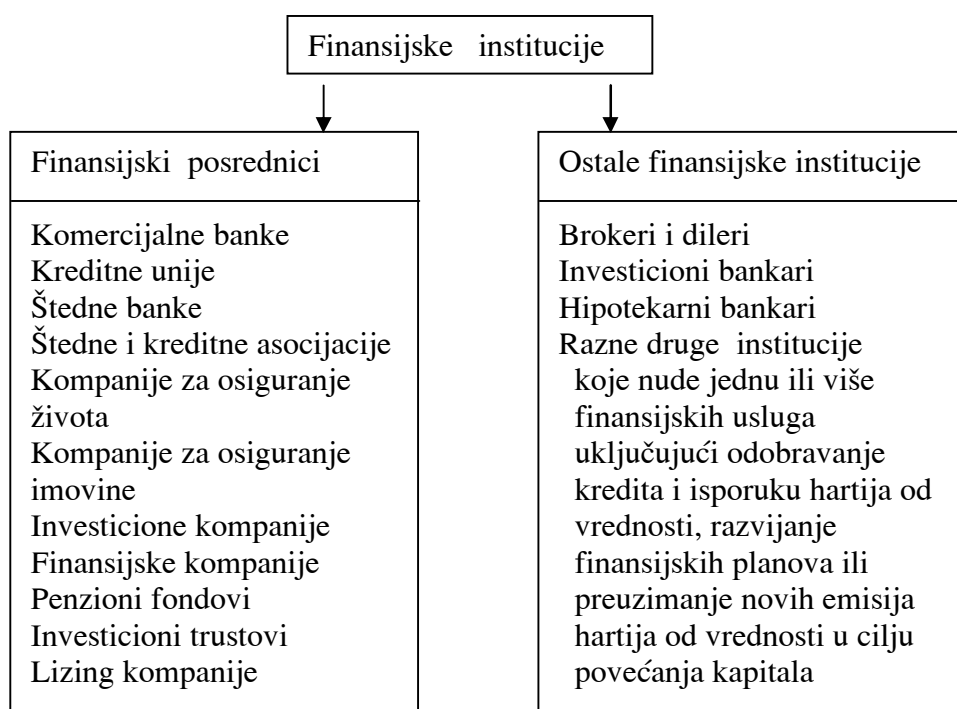
<sup>102</sup> Peter S. Rose, James W. Kolari, Financial Institutions-Understanding and Managing Financial Services, 5<sup>th</sup> Edition, Irwin, Chicago, 1995., str.15

- 3) *sekundarni posrednici (secondary intermediaries)* u velikoj meri zavise od ostalih finansijskih posrednika (komercijalnih banaka) zbog obezbeđenja kreditnih sredstava. Finansijske kompanije i investicioni trustovi su glavni predstavnici ovog tipa posrednika;
- 4) *investicioni posrednici (investment intermediaries)* nude državne hartije od vrednosti u vidu dugoročnih investicija, ali koje se mogu vrlo brzo unovčiti na zahtev investitora. Predstavnici ovog tipa posrednika su razne vrste zajedničkih fondova.

Globalno posmatrano sve finansijske institucije možemo da svrstamo u dve osnovne grupe:

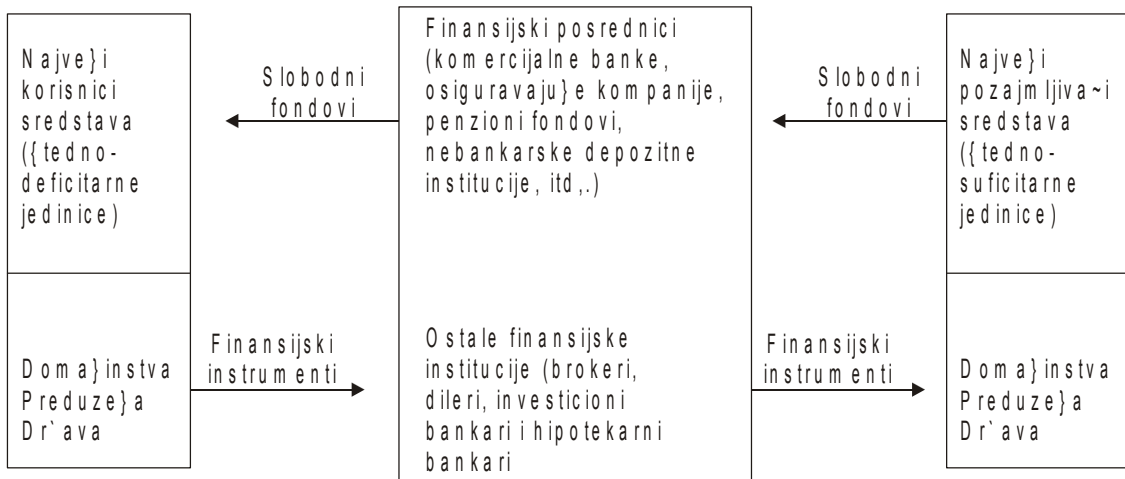
- a) finansijske posrednike i
- b) ostale finansijske institucije.

Finansijski posrednici obezbeđuju sredstva na sekundarnom tržištu, a plasiraju ih na primarnom tržištu. Shema 11 pokazuje da su najznačajnije vrste finansijskih posrednika u tržišno orijentisanim ekonomijama: komercijalne banke, kreditne unije, štedne banke, štedne i kreditne asocijacije, kompanije za životno osiguranje, kompanije za osiguranje imovine, investicione kompanije, finansijske kompanije, penzioni fondovi, lizing kompanije, investicioni trustovi, itd. Od ostalih finansijskih institucija treba pomenuti: brokere i dilere, investicione bankare, hipotekarne bankare i razne druge institucije koje nude jednu ili više finansijskih usluga.



Shema 11: Vrste finansijskih institucija

Finansijski posrednici i ostale finansijske institucije su deo finansijskog sistema, koji predstavlja mrežu finansijskih tržišta, institucija, preduzeća, domaćinstava i države, koja je učesnik u tom sistemu, i koja istovremeno reguliše njegove operacije. Finansijski sistem je najvažnija komponenta globalne ekonomije. On obezbeđuje esencijalne usluge bez kojih moderan ekonomski sistem ne bi mogao da funkcioniše.



Shema 12: Finansijski posrednici i ostale finansijske institucije u okviru globalnog finansijskog sistema

Finansijski sistem omogućava snabdevanje društva kreditima, i to kako potrošačkim kreditima za kupovinu roba i usluga, tako i investicionim kreditima za finansiranje kapitalnih investicionih projekata, jer jedino investicije povećavaju produktivnost društvenih resursa i omogućavaju porast životnog standarda pojedinaca i porodica. Finansijski sistem nudi instrumente plaćanja u formi gotovog novca, tekućih računa i drugih transakcionih instrumenata. Vršeci prethodne funkcije finansijski sistem omogućava kreaciju novca. Iako postoji više različitih definicija i oblika novca koji su u upotrebi, svi oblici novca služe kao sredstvo razmene za kupovinu roba i usluga.<sup>103</sup> Finansijski sistem, takođe, obezbeđuje ostvarivanje prinosa na uložena sredstva u vidu štednje. Međutim, bazična funkcija finansijskog sistema je transfer sredstava iz suficitarnog u deficitarni sektor, što se može grafički predstaviti na sledeći način:

Ovaj transfer može da se izvrši na tri različita načina:

- a) direktnim uspostavljanjem kreditnih odnosa između zajmodavca i zajmoprimca,
- b) poludirektnim finansiranjem posredstvom dilera, brokera, investicionih i hipotekarnih bankara i
- c) indirektnim finansiranjem.

Nedostaci direktnog i poludirektnog finansiranja otvorili su vrata indirektnim finansijama.<sup>104</sup> Od svih finansijskih posrednika najznačajnije mesto pripada komercijalnim bankama, što se može videti iz tabele 2. Naime od jedanaest prikazanih institucija, čak devet pripadaju tipu komercijalnih banaka.

Mnogi komitentni otvaraju tekuće račune ili štedne depozite, čineći to iz razloga što visoko vrednuju bančinu sigurnost, likvidnost i pristupačnost sredstvima.

<sup>103</sup> Christine Cumming, The Economics of Securitization, Quarterly review (Federal Reserve Bank of New York), Autumn, 1987., str.12

<sup>104</sup> Douglas W. Diamond, Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt, Journal of Political Economy, 1991., str.695

Tabela 2: Vodeći finansijski posrednici i ostale finansijske institucije u svetu  
(mereno ukupnom aktivom u US dolarima)

Naziv Finansijske institucije	Vrsta institucija
Nomura Securities, Japan	Investiciona banka i diler
Sumitomo Bank, Japan	Komercijalna banka
Dai-Ochi Kangyo Bank, Japan	Komercijalna banka
Fuji Bank, Japan	Komercijalna banka
Mitsubishi Bank, Japan	Komercijalna banka
Industrial Bank of Japan	Komercijalna banka
Sanwa Bank, Japan	Komercijalna banka
Sumitomo Trust and Banking Company, Japan	Komercijalna banka
Mitsubishi Trust, Japan	Komercijalna banka
Long-Term Credit Bank of Japan	Komercijalna banka
Daiwa Securities, Japan	Investiciona banka i diler

Finansijsko posredovanje obuhvata nekoliko različitih vrsta posredovanja, i to:<sup>105</sup>

- a) *Novčano posredovanje (Denomination intermediation)* koje se javlja kada posrednici prihvataju male iznose štednje od stanovništva vršeći njihovu koncentraciju, čime se stvaraju uslovi za odobravanje krupnih zajmova usmerenih preduzećima i državi;
- b) *Posredovanje u vezi rizika neizvršenja obaveza (Default-risk intermediation)* vezuje se za one finansijske posrednike koji odobravaju zajmove rizičnim zajmoprimaocima uz istovremeno emitovanje relativno sigurnih i likvidnih hartija od vrednosti u cilju prikupljanja sredstava od štediša koji imaju averziju prema riziku;
- c) *Posredovanje vezano za rok dospeća (Maturity intermediation)* javlja se u praksi kada finansijska organizacija pozajmljuje sredstva na kratak rok od štediša, koji svoja sredstva ne mogu da ponude na duži rok, i odobravaju ta ista sredstva u vidu dugoročnih zajmova;
- d) *Posredovanje vezano za likvidnost (Liquidity intermediation)* javlja se kada finansijski posrednici emituju indirektno finansijske instrumente štedišama koji su visoko likvidni, konvertujući ih u gotovinu sa malim rizikom i niskim transakcionim troškovima. Istovremeno, posrednici prihvataju relativno nelikvidne direktne instrumente od zajmoprialaca;
- e) *Informaciono posredovanje (Information intermediation)* javlja se kada finansijski posrednici daju sve relevantne informacije svojim klijentima radi što uspešnijeg investiranja sredstava;
- f) *Udruživanje rizika i diverzifikacija* podrazumevaju da ukoliko se investiranje vrši u različite oblike aktive sa širokim spektrom prinosa sa različitim nivoima rizika, koristi od finansijske diverzifikacije su očigledni, čime se obezbeđuje značajna sigurnost sredstava uzetih od štediša;

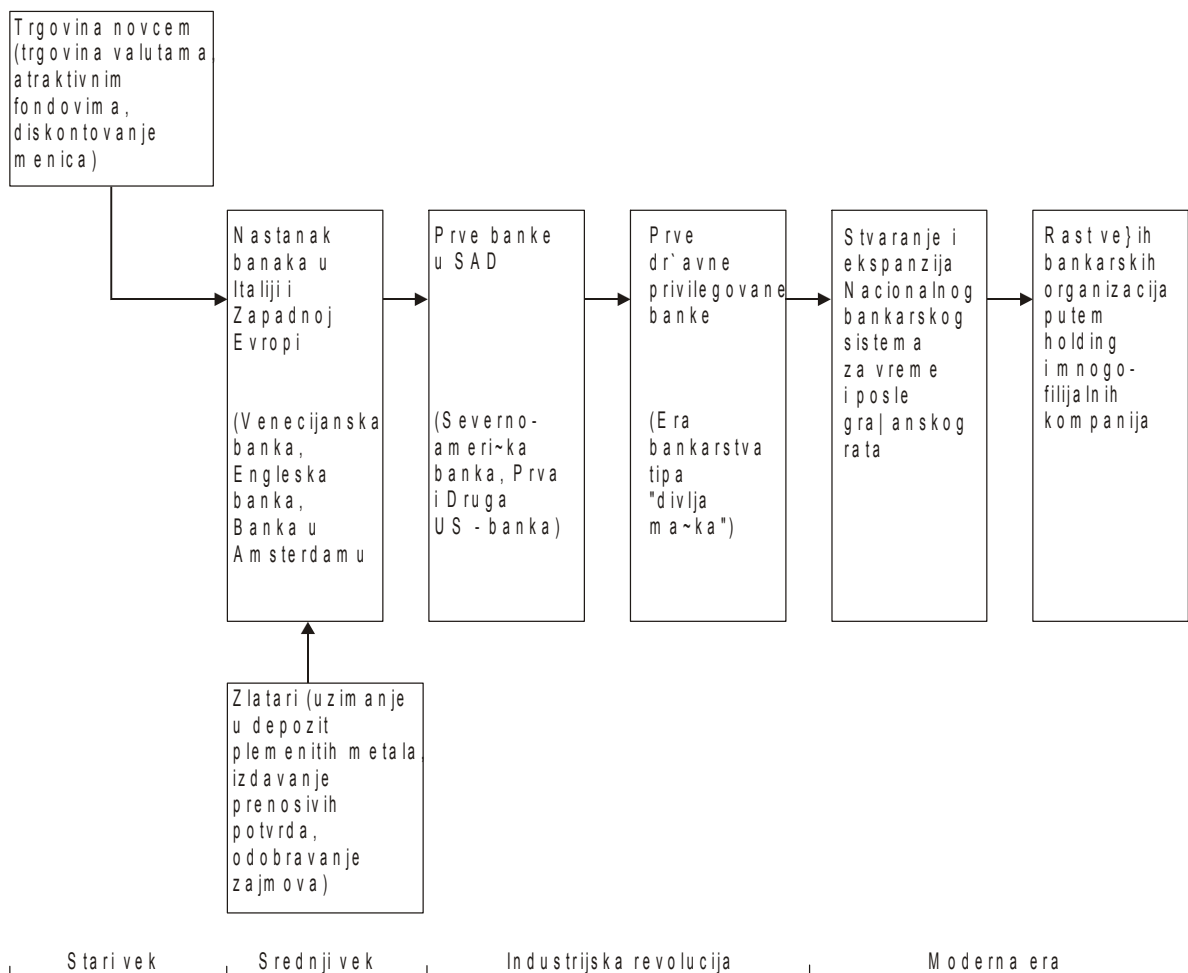
<sup>105</sup> Peter S. Rose, James W. Kolari, Financial Institutions-Understanding and Managing Financial Services, op.cit.str.12

g) *Ekonomisanje obimom (Economies of scale)* javlja se tako što većina malih štediša ne može da vrši diverzifikaciju ulaganja zbog ograničenosti fondova kojima raspolažu, pa stoga oni ustupaju svoja sredstva finansijskim posrednicima, koji ovako obezbeđuju vrlo velike iznose finansijskih sredstava, koja ulažu u razne finansijske instrumente, smanjujući rizik za sve ulagače.

Ono što danas daje značaj finansijskim institucijama jeste funkcija finansijskog posredovanja, koja ima sledeće prednosti:<sup>106</sup>

- smanjenje transakcionih troškova na finansijskom tržištu, kroz korišćenje ekonomije obima i ekonomije raznovrsnosti. Ekonomija obima (Economy of Scale) podrazumeva da veći broj transakcija, koje može obaviti krupniji finansijski posrednik, donosi isti profit ali uz niže troškove za korisnike usluga. Ekonomija raznovrsnosti (Economy of Scope) pretpostavlja smanjivanje troškova rizika, odnosno omogućava da se korišćenjem više raznovrsnih procedura izravnavaju potencijalni gubici po pojedinim procedurama, što smanjuje ukupne troškove;

- efikasnije korišćenje informacija vezanih za poslovanje korisnika finansijskih sredstava, čime se smanjuje izloženost kreditnom riziku;



Shema 13: Koreni modernog bankarstva

<sup>106</sup> J. C. Van Horne, Financial Markets and Flows, Prentice-Hall Int., London, 1990., str.6-7



- omogućavanje divizibiliteta i fleksibilnosti finansijskih instrumenata, odnosno prilagođavanje ovih instrumenata potrebama zajmodavaca, odnosno zajmoprimaca, u pogledu nominalnog iznosa, kao i rokova dospeća, i dr.;
- diverzifikacija rizika za ulagače, držanjem portfolija finansijskih instrumenata, ročna transformacija sredstava, odnosno korišćenje prvenstveno kratkoročno mobilisanih sredstava (pasiva) za dugoročne plasmane (aktiva);
- ekspetiza, koja se ogleda u poznavanju tržišta, njegovih učesnika i instrumenata.

Niko pouzdano ne zna kada se tačno otpočelo sa obavljanjem bankarskih poslova. Prema nekim tragovima smatra se da su korene bankarstva utemeljili srednjovekovni zlatari, koji su od trgovaca primali u depozit zlatnike ili srebrnjake, pri čemu su im izdavali potvrde o količini i vrsti metalnog novca primljenog u depozit, naplaćujući im izvesnu naknadu za držanje ovih depozita. Pošto se povećavalo poverenje u ove potvrde, trgovci su počeli njima da plaćaju kupljenu robu. Zlatari su uvideli da su ovi depoziti vrlo stabilni i došli su na ideju da mogu izdati više potvrda nego što imaju pokriće za njih, naplaćujući pri tome kamatu na izdate potvrde bez prethodnog deponovanja metalnog novca. Ovo je momenat kada zlatari postaju bankari, jer su počeli da kreiraju novac. Na ovaj način rođen je koncept delimičnog pokrića u bankarstvu .

Istorijski razvoj bankarstva prikazan je na shemi 13.

Banka je institucija koja prikuplja slobodna novčana sredstva, tj. depozite, odobrava kredite i obezbeđuje transakcioni novac, tj. plaćanje. Ova definicija banke najkraće izražava njenu prirodu posredničke institucije. Nacionalni bankarski sistemi poznaju različite načine inkorporacije banaka, koji proističu iz tradicije, razvijenosti tržišta, stepena državne intervencije i dr. Sa stanovišta kreiranja i trgovine finansijskim instrumentima, najznačajnije razlikovanje je podela na univerzalne, komercijalne i investicione banke.

**Univerzalne banke** su tradicionalni oblik organizacije banaka u Evropi.<sup>107</sup> Njihova osnovna karakteristika je disperzovanost aktivnih i pasivnih poslova. Istorijski posmatrano, univerzalne banke su prvi organizacioni oblik banaka. Paralelno sa razvojem realnih i finansijskih odnosa, razvoj banaka išao je ka specijalizaciji, da bi talas deregulacije i konkurencije prouzrokovao reuniverzijalizaciju banaka. Reuniverzijalizacija banaka je protiv udar banaka u odnosu na nove dezintermedijacione procese u okviru kojih je smanjeno učešće banaka u apsorpciji i transferu finansijskih viškova. Radi se o nespecijalizovanim bankama, koje predstavljaju organizacioni oblik pomoću kojeg su banke ušle i u nebankarski sektor usluga, da bi ublažile sve veći pritisak nebankarskih finansijskih institucija u odnosu na bankarski sektor usluga. Lepeza usluga koje nude univerzalne banke prilično je bogata i ona obuhvata: transakcije sa hartijama od vrednosti u tuđe ime i za tuđ račun, prodaja osiguranja, kupovina akcija u drugim firmama, garancije pri emisiji hartija od vrednosti, poslovi hipotekarnog bankarstva, portfolio menadžment i upravljanje investicionim fondovima, itd. U okviru Evropske unije i Kanade i mnogim drugim zemljama banke su univerzalnog karaktera, sa pravom pružanja svih bankarskim uslugama. Jedino SAD i Japan još uvek ne dopuštaju punu slobodu komercijalnim bankama u pružanju potpunih usluga pri transakcijama sa hartijama od vrednosti. Ove banke nemaju pravo da drže akcije nefinansijskih kompanija i ne mogu posredovati u berzanskom prometu nekretnina. Međutim, tokom 80-ih godina došlo je do ublažavanja primene strogih zakonskih ograničenja u pogledu separacije komercijalnog i univerzalnog bankarstva.

Osnovna karakteristika **komercijalnih, tj. depozitnih banaka** jeste struktura njihove bilansne pasive, koja je svojim najvećim delom kratkoročnog karaktera. I pored ovog ograničenja komercijalne banke se javljaju na tržištu kapitala kao značajan učesnik, i

<sup>107</sup> R. Dale, Universal Banking: The German Model, Banker, July 1986., str.44

to zahvaljujući činjenici da one obavljaju tzv. “prerađivačku funkciju”, tj. vrše transformaciju novca u kapital. Upravo zbog ove njihove uloge u prošlosti je dolazilo do velikih kriza i lomova kod banaka i uopšte na finansijskim tržištima. Ovo je glavni razlog što su sve zemlje sveta rad ovih banaka stavile pod posebnom kontrolom centralne banke (monitoring i prudenciona kontrola).

U savremenim tržišnim ekonomijama komercijalne banke nude širu lepezu usluga nego ostale finansijske institucije zajedno. Najznačajnije od tih usluga su sledeće:<sup>108</sup> regularni tekući računi, NOW računi, štedni depoziti, sertifikati o depozitu i drugi kamatonosni depoziti, depoziti tržišta novca, spajanje transfera fondova, usluge upravljanja gotovinom, automatski transfer fondova između tekućih i štednih računa, skladištenje i zaštita raznih vrednosti, diskontne usluge i pristup zajedničkim fondovima, usluge izrade platnih spiskova, finansijsko planiranje i konsalting, odobravanje potrošačkih kredita u ratama radi kupovine trajnih dobara, direktni gotovinski krediti potrošačima, prodaja polisa životnog osiguranja na kredit, hipotekarni krediti za kupovinu kuća, stanova, radnji, šoping centara i poslovnog prostora, komercijalni krediti za finansiranje obrtnih sredstava, dugoročni zajmovi za kupovinu opreme i trajnih obrtnih sredstava, proširenje lizing poslova, kreditne garancije, usluge upravljanja sredstvima stanovništva, preduzeća i neprofitnih institucija, servisiranje uvozno-izvoznih poslova u međunarodnoj trgovini, kupovina i preuzimanje novih serija hartija od vrednosti emitovanih od strane korporacija i države, itd.

Komercijalne banke imaju sve bazične karakteristike finansijskih posrednika. Slično osiguravajućim kompanijama, zajedničkim fondovima i drugim posrednicima, komercijalne banke privlače sredstva od suficitarnih jedinica prodajući im atraktivne finansijske instrumente i ovako prikupljena sredstva ustupaju deficitarnim jedinicama, kupujući na primarnom tržištu tek emitovane hartije od vrednosti. Ono što razlikuje komercijalne banke od ostalih finansijskih posrednika jeste njihova sposobnost da kreiraju novac u obliku novih depozita putem odobravanja kredita zajmoprimaocima.

Individualne banke primaju depozite iz različitih izvora. Domaćinstva deponuju svoje plate i ostale prihode u vidu depozita po viđenju, štednih depozita i oročenih depozita. Preduzeća ulažu svoje prihode od prodaje, prihode od investicija i ostale prihode u vidu depozita po viđenju i oročenih depozita. Javni sektor deponuje svoje prihode ostvarene od raznih poreskih oblika, taksi, kazni, prodaje hartija od vrednosti i druge prihode ostvarene od privatnog sektora, takođe, u vidu raznih depozita. Ovi depoziti primljeni od stanovništva, preduzeća i javnog sektora predstavljaju tzv. *primarne depozite*, jer se oni podižu po nalogu komitenta koji ih je i deponovao i banka po pravilu na njih mora da izdvaja obaveznu rezervu na računu kod centralne banke. Osim ovoga, banke imaju mogućnosti da kreiraju depozite prilikom investiranja i odobravanja zajmova. Bankarski zajam je najvažniji izvor kredita u ekonomiji. Na ovaj način banke snabdevaju finansijskim sredstvima potrošače, preduzeća i državu, koji koriste ova sredstva za nabavku raznih roba i usluga u situaciji kada su njihovi prihodi nedovoljni za pokriće ovih potreba. Prema tome, kada banka odobri kredit pojedincu ili preduzeću, ona u svojim knjigama kreira depozit u korist zajmoprimca. Slično ovome, kada banka kupi neku hartiju, ona kreira depozit u korist prodavca ove hartije. Depoziti kreirani kroz bankarsko pozajmljivanje i investiranje nazivaju se *sekundarnim ili derivativnim depozitima*.<sup>109</sup>

---

<sup>108</sup> Jovanović Miodrag, Đurović-Todorović Jadranka, Uloge i funkcije komercijalnih banaka u savremenim tržišnim privredama, Zbornik radova: "Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000., str.190

<sup>109</sup> Harry D. Hutchinson, Money, Banking and the United States Economy, 2<sup>nd</sup> Edition, Appleton-Century-Crofts, New York, 1971., str.274

Komercijalne banke obezbeđuju ponudu za privlačenje štednje nudeći razne oblike finansijske aktive sa atraktivnim stopama prinosa. Oročeni i štedni depoziti i tekući i žiro računi komercijalnih bankaka obuhvataju više od jedne polovine svih štednih depozita koji se nalaze kod depozitarnih institucija. Ovi depoziti relativno malih iznosa označavaju se kao nerizična ulaganja, jer se gotovo trenutno mogu konvertovati u gotov novac. Federalno osiguranje bankarskih depozita (više od 100.000 \$) dalje pojačava poželjnost ovih depozita, naročito kod sitnih štediša. Depoziti po viđenju predstavljaju primarno sredstvo razmene, jer se pomoću njih vrši kupovina roba i usluga. Kada su u pitanju depoziti po viđenju sve do 70-ih i 80-ih godina banke nisu imale konkurenciju, što nije bio slučaj sa štednim i oročenim depozitima. Međutim, deregulacijom finansijskog sektora u SAD, Velikoj Britaniji, Japanu i Kanadi dolazi do značajne ekspanzije kreditnih unija, štednih banaka i drugih uslužnih finansijskih institucija, koje nude, između ostalog, i usluge plaćanja. Međutim, u savremenim ekonomijama i pored ovih promena komercijalne banke i dalje igraju glavnu ulogu u formiranju sredstava potrebnih za kupovinu dobara i usluga. Sredstva slobodno teku preko geografskih i političkih granica samo zato što su banke spremne da isplate svaki nalog, koji im njihovi komitenti ispostave. Savremene sisteme platnog prometa karakteriše masovna upotreba elektronskog plaćanja i elektronskih baza podataka. Analitičari u bankama su pretrpani papirima reprezentovanih milionima čekova i drugih instrumenata. Štaviše, troškovi rukovanja ovim enormnim volumenom papira izuzetno su porasli. Alternativa koja najviše obećava i koja u savremenim uslovima igra sve veću ulogu u procesu plaćanja je upotreba kompjutera i savremene računске opreme.

Komercijalne banke obezbeđuju esencijalne finansijske usluge za svoje klijente koji su uključeni u međunarodnu trgovinu i finansije. One daju garancije na kredite firmama sa dobrim performansama, radi kupovine raznih roba u inostranstvu. Banke, takođe, odobravaju direktne zajmove stranim vladama i multinacionalnim kompanijama radi izgradnje novih proizvodnih objekata i realizacije drugih poslova. One daju savete, vrše tehničku analizu stranih tržišta i ukazuju na povoljnosti koje donose strane investicije. Jedna od najstarijih bankarskih usluga vezana za međunarodnu razmenu je kupoprodaja stranih valuta za račun svojih komitenata. Ovo su rizični poslovi i najčešće se poveravaju najvećim bankama, koje vrše tehničku ekspertizu i koje imaju bogato iskustvo u uspešnom trgovanju devizama.

Pored ovih tradicionalnih aktivnosti savremene komercijalne banke sve više obavljaju i razne netradicionalne aktivnosti. Poslednjih tridesetak godina američko komercijalno bankarstvo beleži simultani pad tradicionalnih bankarskih aktivnosti (provizije od usluga plaćanja i kreditiranja) a beleži porast netradicionalnih aktivnosti (usluge zasnovane na plaćanju članarina).<sup>110</sup> Koliko je ovaj trend dobio zamah vidimo iz podataka da su prihodi ostvareni obavljanjem tradicionalnih aktivnosti smanjeni sa 36% u 1965.godini na 22% u 1996.godini, dok je učešće prihoda od vršenja netradicionalnih aktivnosti u ukupnim prihodima banaka poraslo sa 7,6% na 17.2% u ovom periodu.<sup>111</sup> U tom smislu u fokusu istraživanja našle su se netradicionalne aktivnosti banaka i njihov uticaj na nivo rizika pojedinačne banke. Predmet ovih istraživanja bila je procena efikasnosti banke, koja se zasnivala na setu inputa i setu outputa, proceni kako pojedinačne banke vrše komparaciju sa posmatranim granicama (npr. proizvodnja, troškovi, profit, dohodak) na osnovu kojih se vršila bančina procena efikasnosti. Osnovna karakteristika ovih aktivnosti je ostvarivanje prihoda u vidu članarine ili nekog drugog nekamatonosnog

---

<sup>110</sup> Edwards, F.R., Mishkin, F.S., The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy, NBER Working Paper Series, No.4993, 1995., str.205

<sup>111</sup> Kevin E. Rogers, Nontraditional Activities and the Efficiency of US Commercial Banks, Journal of Banking & Finance 22, Elsevier, North-Holland, 1998., str.468

prihoda. Najbolji pokazatelj obima netradicionalnih aktivnosti banaka je razlika između ukupnog nekamatonosnog prihoda i troškova usluga vezanih za depozite. Posmatrano u nominalnom izrazu, ovi neto nekamatonosni prihodi porasli su od 1.3 biliona \$ u 1965.godini na 66 biliona \$ u 1995.godini. Realni nekamatonosni prihodi porasli su sa 4 biliona \$ na 43 biliona \$ u istom periodu.<sup>112</sup> Najznačajnije od ovih aktivnosti su fiducijarne, tj. poverljive usluge i poslovi vezani za investiciono bankarstvo.

Pružanje fiducijarnih usluga podrazumeva upravljanje akumuliranom aktivom i finansijskim poslovima pojedinaca ili institucija u cilju ostvarivanja što većih koristi za komitente. To zahteva pažljivo administriranje finansijskim poslovima komitenata i zaštitu njihove imovine. Moderne banke sa dobro organizovanim odeljenjem za pružanje fiducijarnih usluga oslanjaju se na znanje i iskustvo svojih ekonomista, pravnika i finansijskih analitičara, čije sinergijsko dejstvo obezbeđuje uspešno raspolaganje imovinom komitenata uz obezbeđenje maksimalnih koristi za njih. Ovo odeljenje upravlja portfeljima pojedinaca i preduzeća sastavljenih od akcija, obveznica i drugih hartija. Radeći uz punomoćstvo ovo odeljenje može da obavlja razne usluge za svoje komitente iz sektora stanovništva, kao što su: zaduživanje u ime i za račun komitenta, plaćanje njihovih računa, raskidanje ili obnavljanje ugovora o osiguranju, izvršavanje lizinga, kupovina realnih dobara, indosiranje legalnih dokumenata u ime i za račun komitenta, itd. Radeći za račun preduzeća, odeljenje za pružanje fiducijarnih usluga, može da: kupuje ili prodaje hartije od vrednosti emitovane od strane preduzeća, da organizuje i upravlja sredstvima penzijskog i invalidskog osiguranja, da raspodeljuje i isplaćuje dividende vlasnicima akcija, da vrši superviziju i zaštitu aktive zalogom prilikom emisije obveznica kompanije, da upravlja amortizacionim fondom i da čuva vitalne izveštaje o finansijskim poslovima preduzeća.

Ovo odeljenje, takođe, igra značajnu ulogu u upravljanju imovinom pokojnika. U skladu sa sudskom odlukom ili testamentom, ovo odeljenje štiti pokojnikovu imovinu i istu prodaje ako je potrebno da se izmire obaveze prema kreditorima i naslednicima. Dalje, ovom odeljenju roditelji mogu da ostave tačno naznačenu aktivu (najčešće su to akcije ili obveznice) da njome banka upravlja sve do sticanja punoletstva njihove dece ili do zasnivanja porodice. U poslednje vreme i pojedinci i preduzeća poveravaju banci poslove vezane za plaćanje poreza na prihode ostvarene po osnovu vlasništva nad određenim hartijama.

Komercijalne banke, naročito one najveće, danas igraju sve veću ulogu u poslovima investicionog bankarstva. Ovo podrazumeva savetovanje najvećih kompanija i ostalih preduzeća pri izradi finansijskih i merdžer programa, kao i pri prodaji njihovih akcija, obveznica i nota investitorima na otvorenom tržištu. Investicioni bankari savetuju svoje klijente kada i kako da izvrše novu emisiju hartija i kako da je plasiraju na primarnom tržištu. Međutim, banke mogu da preuzmu, tj. da otkupe celu emisiju i to po diskontnoj ceni i da je prodaju na sekundarnom tržištu investitorima po višoj ceni, ostvarujući na taj način značajan prihod. Treba pomenuti da je ovo prilično rizičan posao, jer u slučaju slabljenja tržišta za novim hartijama banke mogu da ostvare velike gubitke. Radi zaštite investitora, bankarskog i uopšte finansijskog sektora američki Kongres je 1933.godine usvojio Glass-Steagalov zakon, kojim je tačno razgraničena delatnost komercijalnih od investicionih banaka.<sup>113</sup> Međutim, američke komercijalne banke su preuzimale emisiju vladinih hartija i visoko kvalitetne municipalne obveznice. U savremenim uslovima, uprkos federalnim restrikcijama, najveće bankarske organizacije kao što su: Bankers Trust and Chemical Bank of New York i Security Pacific Corporation

---

<sup>112</sup> Isto, str.470

<sup>113</sup> Hendrik S. Houthakker, Peter J. Williamson, The Economics of Financial Markets, Oxford University Press, Oxford, 1996., str.287

of Los Angeles (kasnije integrisana sa Bank of America iz San Franciska) postale su vrlo aktivne u obavljanju ovih poslova ali na finansijskim tržištima izvan SAD-a. Poslednjih godina američka regulativa dozvoljava postepenu ekspanziju aktivnosti investicionog bankarstva najvećim komercijalnim bankama.

Banke se nadaju da će u budućnosti učiniti značajne prodore u nove prostore pružanja usluga, a sve u cilju pronalaženja novih izvora prihoda i dalje diverzifikacije operacija u cilju što veće redukcije rizika. U ove usluge ubrajamo: prodaju polisa životnog i imovinskog osiguranja, kao i kupovinu i prodaju kuća, stanova i drugih nepokretnosti.

U upravljanju finansijskim institucijama, možda više nego u bilo kojoj drugoj oblasti, vlasnici akcija, odbori direktora i drugi zvaničnici moraju balansirati socijalne ciljeve i privatne interese. Ovo je posebno veliki problem za komercijalne banke. Kao što smo videli bankarske usluge značajno utiču na poboljšanje ekonomije i finansijskog položaja svih učesnika u društvu. Poslovne banke saraduju sa monetarnim vlastima radi očuvanja konzistentnosti između rasta novčane mase i kredita sa opštim ciljevima, kao što su: puna zaposlenost faktora proizvodnje, stabilan ekonomski rast, cenovna stabilnost i uravnoteženje bilansa plaćanja. Njihove aktivnosti kreditiranja, investiranja, itd. moraju se sprovoditi oprezno i umereno kako se ne bi ugrozila sigurnost depozita ili smanjilo poverenje javnosti u stabilnost bankarskog i finansijskog sistema.

Kako su komercijalne banke profitne institucije, njihov osnovni cilj je maksimiranje profita. Osnovni pokazatelj uspešnosti rada neke komercijalne banke je kretanje cena njenih akcija na tržištu kapitala, koje zavisi od velikog broja faktora, što se može i grafički ilustrovati (Shema 14).

Iz ove sheme jasno se vidi da je kretanje cena akcija neke komercijalne banke determinisano nivoom očekivanog prinosa u budućnosti i nivoom rizika prihvaćenog od strane investitora. Ukoliko menadžerski tim neke komercijalne banke uspešno vodi tu banku logično je očekivati da će se pojačati očekivanja investitora o budućim prinosima ili će doći do smanjenja nivoa rizika prihvaćenog od strane investitora. Pri ostalim nepromenjenim uslovima može se očekivati da će doći do porasta vrednosti akcija te banke. Očekivanja u vezi budućeg prinosa mogu se povećati ukoliko dođe do razvoja novih finansijskih usluga, osvajanja novih tržišta, razvoja novijih i efektivnijih metoda kontrole troškova, promena u organizacionoj strukturi, zakonskoj regulativi, itd. Prihvatljiv nivo rizika može se smanjiti usled smanjenja fluktuacija u prinosima iz godine u godinu, osvajanjem novih i proširenjem postojećih tržišta, diverzifikacijom usluga, restrukturiranjem izvora kapitala od nestabilnih i skupih ka stabilnijim i predvidljivim izvorima finansiranja, itd.

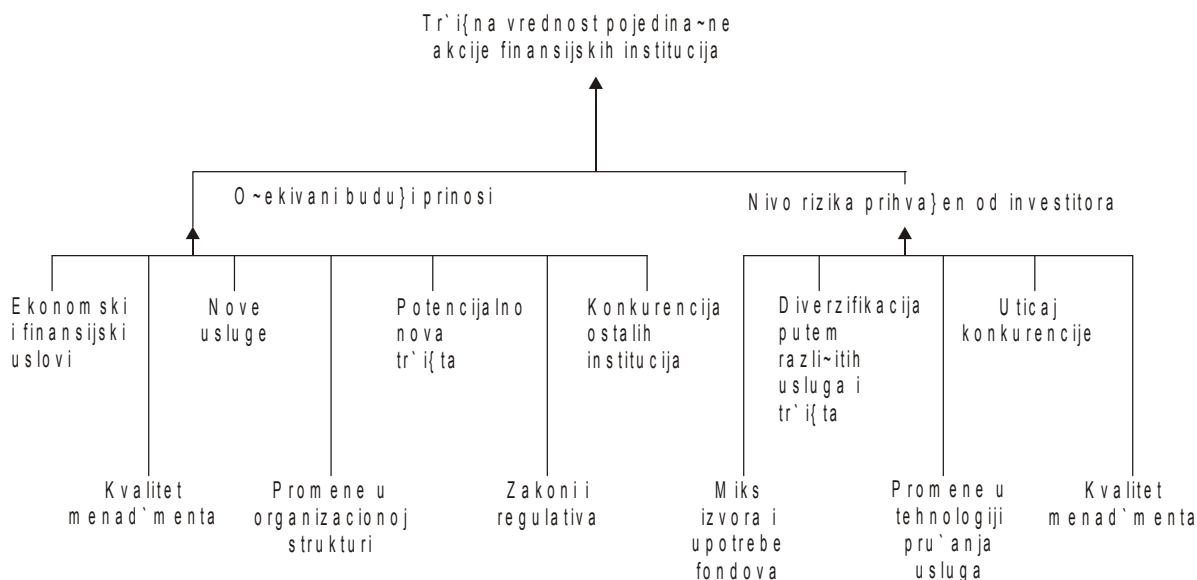
Nažalost postoji na hiljade finansijskih institucija čijim akcijama se ne trguje aktivno i čije cene, često, nisu adekvatan barometar rizika i očekivanog prinosa. Ovo je posebno karakteristično za američku bankarsku industriju (npr. krajem 1933.godine zatvoreno je oko 8.000 banaka u SAD, čija ukupna aktiva je bila nešto manja od 100 miliona \$). Većina ovih institucija svoj delokrug rada usmerava na lokalna tržišta, sa relativno malim brojem komitenata. U tom slučaju ne postoji pouzdan indikator za vlasnike akcija ili za menadžere kako će se kretati vrednost njihovih akcija. Većina finansijskih analitičara smatra da se finansijski racio može koristiti kao mera kretanja prinosa. Inače, svaki finansijski racio sastoji se od numeratora i denominatora, koji su izraženi u novcu, a koji se utvrđuju na bazi podataka iz bilansa uspeha i bilansa stanja konkretne institucije.

Najširu upotrebu za merenje prinosa ostvarenog u bankama i drugim finansijskim organizacijama imaju sledeća dva racia:

*ROA-Prinos na aktivu (Return on assets)*, koji predstavlja odnos između neto prihoda posle oporezivanja i ukupne aktive, i

*ROE-Prinos na akcije (Return on equity)*, koji predstavlja odnos između neto prihoda posle oporezivanja i ukupnog akcijskog kapitala.

ROA je mera efikasnosti i pokazuje koliko efikasno se koriste sredstva. ROE je još direktniji pokazatelj prinosa vlasnicima akcija. Generalno gledano ROE je superiornija mera profitabilnosti od ROA. ROE je više uslovljen strukturom kapitala finansijskih institucija, posebno odnosom između akcijskog i zajmovnog kapitala. Što su veličine ova dva racia veće, to znači da finansijska institucija profitabilnije posluje, tako da investitori mogu da očekuju solidne prihode investirajući svoje slobodne fondove u ovu instituciju.



Shema 14: Ključni faktori tržišne vrednosti akcija finansijskih institucija

**Investicione banke**, za razliku od komercijalnih banaka, mobilišu sredstva najmanje na srednji, a najčešće na dugi rok. Prema tome, investiciona banka je vrsta finansijskog posrednika, koja se javlja u svojstvu agenta ili principala na tržištu kapitala, vršeći pri tome intertemporalno i interpersonalno transferisanje finansijskih viškova između tržišnih transaktora. Najstariji organizacioni oblik investicionih banaka jesu hipotekarne banke, koje svoje plasmane obezbeđuju hipotekom, kojom se blokira pravo prodaje nepokretnosti dužnika do isteka roka za povraćaj kredita. Za investicione banke se ne može reći da su banke u pravom smislu reči, jer se ne bave uzimanjem kredita da bi obavljale kreditne poslove. Zbog preovlađujućeg koncepta univerzalne banke, u evropskom bankarstvu ne postoje klasične investicione banke, već neki organizacioni delovi unutar univerzalne banke obavljaju investicione bankarske poslove na tržištu kapitala. Takođe, posle deregulacionih procesa tokom 80-ih godina i u američkom bankarstvu se investicioni poslovi banaka sve više obavljaju u okviru bankarskih holding kompanija i finansijskih konglomerata. Najznačajnije funkcije investicionih banaka su:

- stručna savetodavna funkcija, koja se sastoji u davanju stručnih saveta investitorima u vezi distribucije i prodaje hartija od vrednosti,
- posredničko-distributivnu funkciju investicione banke obavljaju na posredan (emitovane hartije ustupa dilerima) i neposredan način (banka vrši plasman hartija posredstvom sopstvene razgranate mreže filijala),
- funkcija preuzimanja rizika emisije (underwriting) podrazumeva garantovanje emitentu ukupne cene emisije. Naime, investiciona banka od emitenta otkupljuje celokupnu emisiju hartija po diskontnoj ceni, pri čemu iste prodaje na tržištu kapitala po višoj ceni, ostvarujući na taj način određene prihode.

U sklopu deregulacionih tendencija i opšte homogenizacije finansijskih institucija, kao i globalizacije finansijskih odnosa relativiziraju se funkcionalne razlike između investicionih i komercijalnih banaka. S jedne strane, investicione banke se sve više bave tradicionalnim poslovima komercijalnog bankarstva, kao što su primanje depozita, odobravanje kredita, osiguravajući uslužni poslovi. S druge strane, komercijalne banke su ušle u domen investicionog bankarstva, povećavajući svoje investicione aktivnosti sa hartijama od vrednosti. Bez obzira na model bankarskog sistema stoji činjenica da su banke vrlo značajan učesnik na finansijskim tržištima i da svojim aktivnostima značajno doprinose njihovom daljem razvoju.

#### 2.1.4. Institucionalni investitori - okosnica u funkcionisanju finansijskog tržišta

Praksa razvijenih tržišnih privreda ukazuje da što je razvijeniji privredni i finansijski sistem jedne zemlje, utoliko je veći relativni značaj nebankarskih finansijskih institucija u mobilisanju, koncentrisanju i transferisanju slobodnih finansijskih resursa. Osnovne karakteristike nebankarskih finansijskih institucija su sledeće:

- a) one predstavljaju vrlo heterogenu grupaciju institucija, sa dugom i bogatom tradicijom nekih od njih,
- b) uglavnom su koncentrisane na srednjoročna i dugoročna finansijska sredstva,
- c) neke od ovih institucija posluju na neprofitnoj osnovi,
- d) poslove obavljaju na ugovornoj ili neugovornoj osnovi,
- e) nisu članovi monetarnog sistema, tako da ne učestvuju u kreiranju novčane mase i ne podležu merama monetarno-kreditne politike,
- f) zbog neprofitnog karaktera poslovanja neke od ovih institucija imaju prioritetan tretman, što im daje konkurentsku prednost,
- g) neke od njih obavljaju specifične vrste nefinansijskih usluga,
- h) sve više se prema funkcijama koje obavljaju, približavaju bankama i obrnuto.

Prema vrsti i prirodi izvora sredstava razlikujemo:

- 1) depozitne finansijske organizacije,
- 2) institucionalne investitore,
- 3) finansijske kompanije,
- 4) mešovite ili pomoćne finansijske organizacije.

**Depozitne finansijske organizacije** imaju slične izvore prihoda kao i banke. Najznačajniji predstavnici ovih organizacija su: štedne banke, štedno-kreditna udruženja i kreditne unije.

**Štedne banke (Savings banks)** predstavljaju neprofitne institucije. Njihov osnovni cilj je mobilizacija atomizirane štednje u društvu. Prva štedna banka osnovana je u Škotskoj 1810.godine. Štedne banke su relativno male. Prosečan iznos kapitala kojim ove banke raspolazu je u porastu. Npr. 1960. on je iznosio oko 50 miliona \$, 1970. oko 117 miliona \$, 1980. nešto preko 200 miliona \$, dok je 1992. bio nešto ispod 500 miliona \$.<sup>114</sup> Za razliku od banaka, štedne banke po pravilu ne koriste kredite, niti izdaju hartije od vrednosti da bi došle do dodatnih finansijskih sredstava. Međutim, radi privlačenja štednje one mogu da formiraju veće kamatne stope u odnosu na banke. Prikupljena sredstva koriste za finansiranje stambene izgradnje, odobravanje potrošačkih kredita i kupovinu državnih obveznica i komercijalnih zapisa.

**Štedno-kreditna udruženja (Savings and Loan Associations)** su jedan od najznačajnijih finansijskih posrednika u ekonomiji. Prvo štedno-kreditno udruženje osnovano je u SAD 1831.godine. Ova udruženja mogu biti organizovana kao akcionarska

---

<sup>114</sup> Peter S. Rose, James W. Kolari, Financial Institutions-Understanding and Managing Financial Services, 5<sup>th</sup> Edition, op.cit.str.475

ili zajednička udruženja. Akcionarska udruženja slična su ostalim akcionarskim društvima, jer izdavanjem akcija obezbeđuju kapital, dok zajednička udruženja ne izdaju akcije, tako da su njihovi depozitari u stvari vlasnici udruženja, koji ostvaruju prihod u obliku dividende. Najveći deo ovako prikupljenih sredstava plasira se u vidu stambenih kredita, čime se postižu dva efekta. Prvo, privlače se lokalni izvori štednje, i drugo dolazi do oživljavanja građevinske industrije. Ukupna aktiva ovih udruženja u SAD u 1992.godini iznosila je 808 miliona \$, dok je broj ovih udruženja u 1991.godini bio 2096.<sup>115</sup>

**Kreditne unije (Credit Unions)** su neprofitne asocijacije, čiji je osnovni cilj obezbeđenje određenih koristi za svoje članove. Kapital obezbeđuju putem prikupljanja štednje od svojih članova, a u cilju odobravanja potrošačkih kredita članovima. Poreske povlastice kod kreditnih unija veće su nego kod ostalih institucija. Prve kreditne unije formirane su sredinom 19-tog veka u Nemačkoj radi pomoći fabričkim radnicima za dobijanje kredita. Inače, tokom 1990.godine u svetu je postojalo 41.573 kreditnih unija, koje su brojale više od 86 miliona članova, čija je ukupna aktiva iznosila preko 400 milijardi \$.<sup>116</sup>

**Finansijske kompanije (Finance Companies)** su visoko diverzifikovane finansijske organizacije koje nude kreditne i druge usluge sitnim potrošačima, kao i krupnim kompanijama. Sve do 1970.godine postojala su tri tipa finansijskih kompanija, i to: potrošačke finansijske kompanije, prodajne finansijske kompanije i komercijalne finansijske kompanije. Međutim, danas je ova podela deklasirana jer finansijske kompanije nude usluge iz sva tri domena. Finansijske kompanije svoje fondove formiraju na bazi prodaje komercijalnih papira, emitovanja akcija i uzimanja kredita od banaka. Ukupna aktiva finansijskih kompanija u SAD u 1993.godini iznosila je 630,5 milijardi \$, od čega je u vidu kredita kompanijama plasirano 290,7 milijardi \$, u vidu potrošačkih kredita 115,5 milijardi \$, u vidu hipotekarnih kredita 67,2, milijardi \$, itd.<sup>117</sup> Imajući u vidu predmet poslovanja finansijskih kompanija, može se reći da one povezuju tržište novca i tržište kapitala i da dinamiziraju procese usklađivanja kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa.

**Mešovite ili pomoćne ili ostale finansijske institucije** predstavljaju skupinu vrlo heterogenih nebankarskih finansijskih institucija. Po pravilu ove institucije ne kreiraju svoje finansijske instrumente, već svojom aktivnošću pospešuju finansijske tokove. Najznačajnije od ovih institucija su sledeće:

- a) **državne i poludržavne kreditne agencije** posluju pod direktnom kontrolom države a njihov primarni zadatak je da obezbede sredstva radi odobravanja preferencijalnih kredita za finansiranje stambene izgradnje u poljoprivredi i u korist stanovništva sa najnižim primanjima u urbanim sredinama;
- b) **dilersko-brokerske kuće** smatraju se nebankarskim finansijskim posrednicima kada nastupaju kao samostalne finansijske institucije. Ove institucije primarno deluju na sekundarnom tržištu, povezujući finansijski suficitne i finansijski deficitne transakcije;
- c) **akceptne kuće** su specijalizovane za davanje jemstva na menice u domaćim, a posebno u međunarodnim finansijskim transakcijama;
- d) **diskontne kuće** obavljaju poslove vezane za državne hartije od vrednosti u cilju prikupljanja finansijske štednje;
- e) **emisione kuće** prodaju nove emisije akcija svojih komitenata;
- f) **merchant banke** vrše razne finansijske transakcije vezane za: akceptiranje menica, davanje kredita, emisiju hartija od vrednosti, portfolio usluge, bankarske usluge, itd.;

---

<sup>115</sup> Isto, str.457 I 459

<sup>116</sup> Isto, str. 494

<sup>117</sup> Isto, str. 646



- g) *zalagaonice ili založni zavodi* pripadaju grupi berzanskih posrednika. One odobravaju kredite na osnovu založenih pokretnih stvari, kako fizičkim tako i pravnim licima.

**Institucionalni investitori (Institutional Investors)** su finansijske institucije koje u poslovanju integrišu obeležja svih ostalih finansijskih posrednika, pa čak i elemente dezintermedijacije. U posleratnom periodu oni beleže porast učešća u distribuciji finansijske aktive. Trend promene strukture učešća na finansijskom tržištu može se ilustrovati primerom finansijskog tržišta SAD, jer za njega postoji najduža vremenska serija podataka.<sup>118</sup> Kao što se vidi iz tabele 3 od početka XX veka, učešće banaka u ukupnoj finansijskoj aktivni opalo je za više od polovine, dok su netradicionalni finansijski posrednici, koji početkom ovog veka nisu ni postojali, učestvovali sa 1/3 u ukupnoj finansijskoj aktivni u SAD u periodu od 1986-1990.

Istovremeno u Velikoj Britaniji učešće institucionalnih investitora u trajnom kapitalu povećano je od 27,8 % u 1963.godini na 63 % u 1989.godini. Slična tendencija postoji i na finansijskom tržištu Japana, gde je učešće institucionalnih investitora povećano od 12,6 % u 1950. na 42,2 % u 1987.godini. Međutim, na nemačkom tržištu kapitala postoji relativno malo učešće institucionalnih investitora.

S obzirom na na svoju aktivnost u mobilisanju štednje, kao i na način njenog plasiranja, svi institucionalni investitori mogu se svrstati u sledeće četiri grupe: institucije za ugovornu štednju (osiguravajuće kompanije i penzioni fondovi), investicione finansijske institucije (investicione kompanije i starateljski fondovi), poverenički (zajednički) fondovi i investiciona društva.<sup>119</sup>

Tabela 3: Alokacija finansijske aktive u SAD (podaci su izraženi u %)

<b>Finansijski posrednici</b>	1900	1912	1929	1952 1955	1961 1965	1966 1970	1976 1980	1986 1990
Osiguranje života	10.1	13.0	14.4	21.1	18.0	16.0	12.1	11.6
Opšte osiguranje	2.9	3.2	6.2	4.4	4.3	3.8	4.1	4.5
Komercijalne banke	64.1	65.5	52.7	47.2	37.1	37.5	37.9	30.9
Štedionice	19.1	15.2	14.8	15.4	20.9	20.5	22.3	17.9
Penzioni fondovi	/	/	4.0	5.6	10.8	12.4	15.3	17.6
- privatni	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	7.2	8.3	10.4	11.3
- lokalni	n.a.	n.a.	n.a.	2.2	3.6	4.1	4.9	6.3
Investicioni trustovi	/	/	2.6	1.4	3.4	4.0	1.8	6.6
Uzajamni fondovi	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	3.3	3.9	1.6	5.2
Finansijske kompanije	/	/	2.2	3.7	4.6	4.7	4.8	5.1
Berzanski posrednici	3.8	3.1	6.7	1.2	1.1	1.2	1.1	1.9
Fondovi novč.tržišta	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	0	0.7	3.8

*Institucije za ugovornu štednju* imaju stabilne i stalne prihode u vidu raznih vrsta premija za pružene usluge, čime mobilišu i najsitnije finansijske viškove od postojećih i potencijalnih transaktora. Ovako prikupljena atomizirana sredstva koncentrišu i plasiraju u

<sup>118</sup> R.W. Kopcke, The Capitalization and Portfolio Risk of Insurance Companies, New England Economic Review, FRB of Boston, July/August, 1992., str. 43-57

<sup>119</sup> Borko Krstić, Bankarstvo, op.cit.str. 84

traženim kvantumima i rokovima od strane finansijski deficitnih transaktora. Primarni predstavnici institucija za ugovornu štednju su osiguravajuće kompanije i penzioni fondovi.

*Osiguravajuće kompanije* su finansijski posrednici koji za utvrđenu naknadu (premiju) obezbeđuju isplatu ugovorene sume, ukoliko se desi određeni (osigurani) slučaj. Osiguranjem se obezbeđuje transfer rizika čija bi pojava mogla da ima za rezultat ekonomski negativne posledice za korisnika osiguranja. Transfer rizika vrši se distribucijom na veći broj nosilaca rizika, polazeći od verovatnoće učestalosti njegovog ispoljavanja. Neizvesnost za pojedinačnog nosioca rizika, koja se teško može predvideti, postaje predvidiva na osnovu delovanja teorije verovatnoće vezane za širi krug korisnika rizika. Što se više rizik može podeliti, pojedinac ga lakše može podneti. Međutim, svi rizici se ne mogu osigurati. Da bi se rizik mogao osigurati, potrebno je da budu ispunjeni sledeći uslovi:<sup>120</sup>

- mogućnost da se šteta izrazi u novcu, jer je cilj osiguranja da očuva finansijsku poziciju osiguranika;
- osigurava se samo čist rizik, kod koga je šteta jedina alternativa postojećem stanju, a ne i spekulativni rizik, kod koga može nastati i pozitivan ishod (npr. preduzetnička aktivnost);
- postojanje dovoljnog broja nezavisnih objekata osiguranja, koji su podložni sličnom riziku, što omogućava delovanje zakona velikih brojeva;
- šteta mora biti slučajna ili neočekivana sa stanovišta osiguranika.

Značaj osiguranja raste sa ekonomskim i društvenim razvitkom. Ono je element blagostanja, tj. jedan od osnovnih elemenata socijalne funkcije države, tako da predstavlja značajan element nacionalne privrede, što se može videti iz tabele 4.<sup>121</sup>

Prema vrsti rizika razlikujemo:

- osiguranje života i
- opšte osiguranje.

*Osiguranje života* javlja se sredinom 19-tog veka. Kako je život pojedinca neizvestan i ograničen, osiguranje života je način da se otklone rizici, koji se mogu izraziti kroz nedostatak sredstava za život ili zaštitu zdravlja pojedinaca odnosno članova njihovih porodica. Najzastupljeniji su sledeći oblici osiguranja života: a) osiguranje života u užem smislu, b) osiguranje od nesposobnosti za rad, c) anuitetno osiguranje i d) zdravstveno osiguranje.

Osiguranje života na razvijenim finansijskim tržištima sve više se koristi kao supstitut penzijskog osiguranja. U tom smislu kreirani su posebni tipovi polisa, poznati pod nazivom anuiteti. Princip ugovaranja anuiteta je jednostavan. Osiguranik uplaćuje određeni iznos premije, koji osiguravajuća kompanija uvećava po određenoj kamatnoj stopi u roku predviđenom ugovorom. Po isteku tog roka osiguraniku se isplaćuju stalni mesečni novčani iznosi-anuiteti do kraja života. Inače, premija je cena koju pojedinac plaća za transfer rizika na širi krug nosilaca osiguranja i ona predstavlja sadašnju vrednost očekivanog iznosa štete ili osigurane sume kod životnog osiguranja. Zavisno od tipa polise može se plaćati odjedanput ili periodično u toku trajanja polise. Da bi imali predstavu o kolikim iznosima se radi ilustrovaćemo primerom SAD za 1991.godinu. Kao što se iz sledećih grafikona vidi ukupan iznos premija koji su naplatile kompanije koje se bave osiguranjem života iznosi 263,8 milijardi \$, pri čemu je korisnicima osiguranja isplaćeno 91,6 milijardi \$.

---

<sup>120</sup> S. R. Diacon, R. L. Carter, Insurance, John Murray, London, 1992.,str.8

<sup>121</sup> Bank Brussels Lambert, Insurance in Europe, Report from Brussel, Sep., 1991.

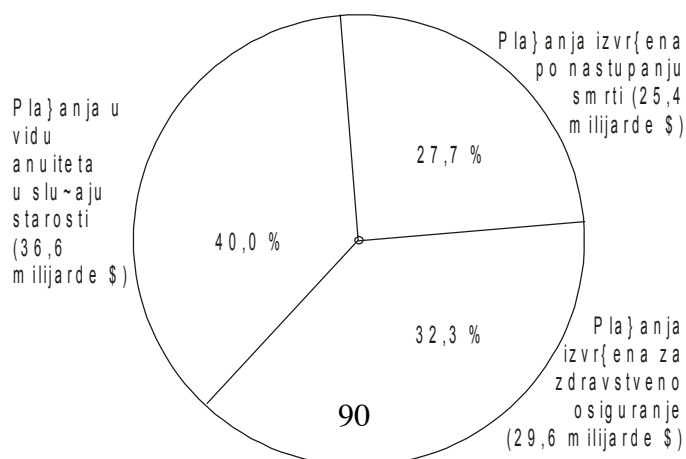
Tabela 4: Stopa penetracije osiguranja (učesće osiguranja u društvenom bruto proizvodu) u 1989.godini u (%)

Svetski rang	Zemlja	Osiguranje života/ BNP	Opšte osigurnje / BNP	Ukupno / BNP
1.	Irska	6.53	3.89	10.42
4.	Japan	7.30	2.41	9.71
5.	Velika Britanija	5.97	3.41	9.38
8.	Holandija	3.62	4.05	7.67
12.	Francuska	3.20	2.79	5.99
13.	Nemačka	2.20	3.61	5.81
14.	EEZ	2.63	2.93	5.56

S druge strane ako posmatramo strukturu aktive, videćemo da najveće učešće u ukupnom plasmanu osiguravajućih kompanija pripada ulaganjima u državne i korporativne hartije od vrednosti.



Grafikon 1: Struktura naplaćenih premija od strane kompanija za osiguranje života u SAD tokom 1991.god.



Grafikon 2: Struktura izvršenih plaćanja građanima SAD od strane kompanija za osiguranje života tokom 1991.god.

Što se tiče zdravstvenog osiguranja ono je poseban oblik osiguranja života. Ono obuhvata osiguranje, tj. naknadu troškova lečenja i osiguranje za slučaj nesposobnosti za rad u vidu naknade propuštenih zarada. Zdravstveno osiguranje najčešće je u nadležnosti države i obično se finansira iz budžeta. U tržišnim ekonomijama sa razvijenim finansijskim tržištima, pored budžetskog finansiranja, zdravstveno osiguranje organizovano je i u okviru neprofitnih organizacija, koje se finansiraju prodajom polisa osiguranja velikim kompanijama za osiguranje njihovih radnika.

*Opšte osiguranje* je osiguranje od posledica više sile ili odgovornosti, koje se izražavaju u šteti ili propuštenoj dobiti. Najznačajniji su sledeći oblici opšteg osiguranja: osiguranje automobila, osiguranje od višestrukih opasnosti (požar, krađa, elementarne nepogode), radničke kompenzacije, osiguranje od odgovornosti, pomorsko osiguranje, osiguranje garancija i tačnosti. Opšte osiguranje razlikuje se od životnog osiguranja jer je kod njega nastupanje osiguranog slučaja manje predvidivo a i rizici najčešće nisu nezavisni, nego su u korelaciji, što ima za posledicu veliku koncentraciju rizika. Osiguravajuće kompanije ne mogu u potpunosti otkloniti rizike diverzifikacijom na širi krug korisnika. Da bi sprečile gubitke, koji mogu nastati iz rizika koji nisu otklonjeni transferom na širi krug osiguranika (rezidualni rizici), osiguravajuće kompanije se i same osiguravaju kod drugih osiguravajućih kompanija od viška rizika. Prema tome, osiguranje koje osiguravajuća kompanija kupuje od druge kompanije radi pokrića dela rizika koji je preuzela izdatim polisama, naziva se reosiguranje. Oko 10% osiguranja na svetskom finansijskom tržištu je reosigurano.<sup>122</sup> Podaci pokazuju da premije za opšte osiguranje premašuju premije životnog osiguranja. Tokom 1991.godine u SAD postojalo je 3.875 kompanija za opšte osiguranje, čija je ukupna aktiva bila 601, 4 milijarde \$, pri čemu je isplaćena neto premija u iznosu 223 milijardi \$. Najveći deo aktive, čak 77,4% bio je plasiran u obveznice, a 17,5% u akcije, dok su ostala sredstva bila plasirana u ostale oblike aktive.

*Penzioni fondovi* su institucionalni investitori koji obezbeđuju pojedincima sigurnost i stabilnost prihoda posle okončanja radnog veka. Oni imaju naglašeni fiducijarni karakter, tj. imaju obavezu da obezbede penzijski dohodak i stoga su pod stalnom kontrolom države.<sup>123</sup> Penzioni fondovi imaju slične karakteristike kao i osiguravajuće organizacije. Priliv sredstava ostvaruju po ustaljenom ritmu, dok su isplate unapred predvidljive. To znači da kod njih ne postoji problem likvidnosti i da oni ostvaruju velike finansijske viškove koje plasiraju na tržištu kapitala. Po svojoj finansijskog snazi od 1.300 milijardi dolara i učešću od 30% u trajnom kapitalu u SAD 1988.godine, penzioni fondovi su na prvom mestu u okviru nebankarskih finansijskih institucija i od njih su snažnije samo komercijalne banke. Penzioni fondovi mogu biti oslonjeni na tekući dohodak, što podrazumeva finansiranje penzija iz dohotka zaposlenih (distributivni princip) ili na uštede zaposlenih u toku radnog perioda i investiranje ušteda na finansijskom tržištu radi obezbeđenja stabilnog finansiranja njihovih budućih penzija iz ostvarenog prinosa od investiranja (princip kapitalizacije). Danas u skoro svim zemljama država obezbeđuje bazične penzijske dohotke iz tekućeg dohotka, a komplementarne penzijske fondove, na bazi kapitalizacije organizuju poslodavci, sindikati i sama država za zaposlene u javnom

<sup>122</sup> M. Kohn, Financial Institutions and Markets, McGraw-Hill, New York, 1994., str.396

<sup>123</sup> G. H. Sellon, Changes in Financial Intermediations, The Role of Pension and Mutual Funds, FRB of Kansas City, Economic Review, 3/1992, str.54

sektoru. Uobičajena je podela penzionih planova na fundirane i nefundirane. *Fundirani plan* raspolaže imovinom dovoljnom da ispuni sve obaveze prema licima čiji su životi pokriveni penzionim programom. Obaveze penzionih programa proizilaze po osnovu već prikupljenih uplata. Ovi fondovi mogu da ispune obaveze čak i da izostane kasniji priliv sredstava. Svi privatni penzioni fondovi i planovi koje finansiraju lokalne vlade su fundirani fondovi, jer se unapred stvarju fondovi kojim će se garantovati njihove obaveze. Za razliku od njih *nefundirani penzioni planovi* računaju se na tekuća plaćanja da bi ispunili tekuće obaveze i održali imovinu dovoljnu za ispunjenje obaveze na kratak rok. Zasnivaju se na međugeneracijskim transferima plaćanja, gde se sadašnje penzione beneficije plaćaju na osnovu priloga učlanjenih u taj plan, koji su još uvek radno-aktivni.

Drugu grupu institucionalnih investitora čine *investicione finansijske organizacije*. Ove organizacije svoj poslovni potencijal formiraju na bazi izdavanja i transfera, ili samo izdavanja, ili samo transfera efekata. Pored ovoga, bave se i pružanjem informacija, saveta i garancija. Investicione finansijske organizacije možemo svrstati u dve veće grupe i to: investicione kompanije i starateljske fondove. *Investicione kompanije* bave se ulaganjem finansijskih sredstava, prevashodno, u akcije i obveznice, kao i prodajom udela novčanim investitorima. Na ovaj način vrše ukupnjavanje sredstava uz njihovo transferisanje privrednim i tržišnim transaktorima. Istovremeno i najsitnijim štedišama omogućavaju optimizaciju plasmana. Investicione kompanije mogu se javiti u sledećim organizacionim oblicima: 1) investicione kompanije sa fiksnim fondovima, 2) investicione kompanije zatvorenog tipa, 3) investicione kompanije otvorenog tipa i 4) investiciono starateljstvo u oblasti realne imovine. Prva tri organizaciona oblika bave se investiranjem u akcije i obveznice, dok se poslednji organizacioni oblik bavi plasmanom sredstava u realnu imovinu. *Starateljski fondovi* su specifične institucije na čijem čelu se nalaze tzv. starateljska odeljenja poslovnih banaka. Osnovni cilj njihovog postojanja je mobilizacija sredstava i njihov plasman na siguran i efikasan način. Sredstva ovih fondova najčešće se plasiraju u obliku zajedničkog osnivačkog kapitala, obveznica i stambenih zajmova.

Treća grupa institucionalnih investitora su *zajednički, tj. poverenički fondovi (Mutual funds or Unit trust)*. Zajednički fondovi prikupljaju štednju pojedinačnih investitora i kupuju investicione portfolie, koji obično obuhvataju 150-200 investicionih plasmana a sve u cilju povećanja likvidnosti i profitabilnosti pojedinačnih investitora. Zajednički fondovi pripadaju grupi otvorenih fondova, jer se veličina njihovih sredstava menja u jedinici vremena, zavisno od vrednosti osnovnog portfolia, koja se menja zavisno od uspešnosti plasmana. Ukoliko individualni investitori povere svoja sredstva zajedničkim fondovima onda oni plaćaju dve vrste naknada. Prva naknada je tzv. početna naknada, koja se plaća samo prilikom početne kupovine i obično se kreće u intervalu od 5 do 6% od iznosa uložених sredstava. Druga naknada je tzv. godišnja naknada, koja se plaća u iznosu od 1 do 1,5 % od ukupne vrednosti fonda, a koja služi za pokriće troškova poslovanja fonda. Kako su cene akcija vrlo promenljive, to se i osnovna vrednost portfolia zajedničkog fonda mora rekalkulisati iz dana u dan, kako bi se znala cena jedinice portfolia u svakom trenutku. U praksi zemalja sa razvijenim finansijskim tržištima u upotrebi su dve osnove za vrednovanje. Prvi pristup koristi istorijsku osnovu vrednovanja, tj. prethodni dan vrednovanja i uglavnom je našao primenu u Velikoj Britaniji. Drugi pristup koristi terminsku osnovu vrednovanja, čija se suština sastoji u tome da se cena trenutno nezna, ali da će biti utvrđena već sledećeg dana. Ovaj pristup prihvaćen je u SAD. Zahvaljujući značajnoj diverzifikaciji plasmana zajednički fondovi smanjuju stепен rizika kojem bi bili izloženi individualni investitori na tržištu. Međutim, bez obzira na širinu diverzifikacije ostaje određen stepen tržišnog rizika, koji se ne može eliminisati diverzifikacijom.

Poslednja grupa institucionalnih investitora su *investiciona društva (Investment trust)*, koja se često neopravdano poistovećuju sa zajedničkim fondovima. Ovo

poistovećivanje ne odgovara stvarnosti jer investiciona društva nisu fondovi, već su to preduzeća koja se bave trgovinom, tj. kupoprodajom akcija drugih preduzeća. Svoj kapital uglavnom obezbeđuju emisijom sopstvenih akcija, pri čemu ovako prikupljena sredstva plasiraju u kupovinu akcija drugih preduzeća. Iz činjenice da su investiciona društva preduzeća proizilazi da ona nisu ograničena samo na emitovanje akcija, već mogu emitovati i druge finansijske instrumente, kao što su obveznice sa fiksnom kamatom ili zajam na osnovu konvertibilnih akcija. U odnosu na zajedničke fondove, investiciona društva imaju manje godišnje naknade za upravljanje, što se obrazlaže nižim troškovima reklamiranja. Podaci pokazuju da se troškovi upravljanja kreću u intervalu od 0,4 do 0,5 % vrednosti ukupne imovine. Investiciona društva razlikuju se od zajedničkih fondova i po načinu vrednovanja imovine. Dok se, kao što smo napred istakli, imovina zajedničkih fondova vrednuje svakodnevno, dotle kod investicionih društava postoji diskontna vrednost neto imovine. Postojanje diskontnih cena obrazlaže se užitim tržištem za akcije investicionih društava, kao i činjenicom da deo prihoda, koji je ostvaren na osnovu investicija nije distribuiran akcionarima, već je ili reinvestiran ili je namenjen za isplatu naknada menadžerima.

Iz napred navedenog nedvosmisleno proizilazi da je uloga nebankarskih finansijskih organizacija, a posebno institucionalnih investitora na finansijskom tržištu od izuzetnog značaja, jer ove institucije raspolazu ogromnim kapitalom, tako da u velikoj meri doprinose nesmetanom funkcionisanju i daljem razvoju finansijskog tržišta.

### **2.1.5. Preduzeće kao akter na finansijskom tržištu**

Preduzeće i preduzetništvo spadaju među najznačajnije postulate svake ekonomije koja pretenduje da bude tržišna i koja kao svoj primarni cilj promoviše ekonomski valorizovan uspeh i razvoj. Nema sumnje da stepen razvijenosti preduzetništva, vitalnosti i ekonomske snage preduzeća značajno determiniše ekonomske performanse svake nacionalne ekonomije.

Preduzeće je istorijska i kulturna pojava koja se tokom vremena razvijala i modifikovala, tako da danas ovim kompleksnim pojmom istovremeno označavamo različite privredne i uslužne organizacije u pogledu veličine, proizvodno-uslužnog programa, vlasništva, finansiranja, upravljanja, organizacione forme, ciljeva i principa poslovanja, itd. U literaturi su se izdiferencirala četiri osnovna teorijska pristupa preduzeću:<sup>124</sup>

- preduzeće kao ekonomska jedinica, tj. organizacija koja posluje na tržištu radi ostvarivanja ekonomskog cilja, koji se meri uspešnošću poslovanja (ekonomske teorije);
- preduzeće kao zajednica ljudi, koja deluje radi ostvarenja nekog cilja (sociološke teorije);
- preduzeće kao poslovni sistem, koje je istovremeno i organizacioni sistem nastao kao rezultat ekonomske aktivnosti (teorije organizacije); i
- preduzeće kao pravno lice, kojim organizacija snagom objektivnog prava stiče pravni subjektivitet (pravne teorije).

Svaki od navedenih pristupa je dao nesumljiv doprinos rasvetljavanju suštine i karakteristika preduzeća. Međutim, sasvim logično i razumljivo, svaki od njih u fokus svojih razmatranja ovog složenog fenomena stavlja određeni aspekt (ekonomski, sociološki, organizacioni ili pravni). Obzirom da je preduzeće simbioza, koga u

---

<sup>124</sup> Jojić, R., Preduzeće-teorije i praksa organizacije i rukovođenja, Veselin Masleša, Sarajevo, 1989., str. 34

neraskidivoj povezanosti čine svi ovi aspekti, koji u međusobnim interakcijama čine pravu prirodu i karakter preduzeća kao jednog novog kvaliteta, neophodno je radi celovitog i sveobuhvatnog razmatranja preduzeća u maksimalno mogućoj meri integrisati sve ove pristupe.

Često se maksimiranje profita ističe kao prikladan cilj preduzeća, međutim to nije tako kompleksan cilj kao što je maksimiranje bogatstva vlasnika kapitala, tj. akcionara.<sup>125</sup> Ukupni profiti nisu tako važni kao zarada po akciji. Preduzeće bi uvek moglo povećati ukupne profite izdavanjem akcija i upotrebom tih sredstava za investiranje u državne obveznice. Međutim, čak ni maksimiranje zarada po akciji nije sasvim prikladan cilj, pre svega zbog toga što ne navodi vremenski raspored ili trajanje očekivanih prinosa. Drugi nedostatak cilja maksimiranja prihoda po akciji je da on ne uzima u obzir rizik ili neizvesnost očekivanog toka zarada. U tom smislu ciljevi menadžmenta i ciljevi akcionara preduzeća mogu se razlikovati. Npr. u velikoj korporaciji, akcije se mogu tako široko posedovati da akcionari čak ne mogu ni iskazati svoje ciljeve, a kamoli kontrolisati i uticati na menadžment. Vlasništvo i kontrola često su odvojeni. To je situacija koja menadžmentu omogućava da više deluje za sopstvene interese, nego za interese akcionara. O menadžmentu možemo razmišljati kao o posrednicima vlasnika. Akcionari, koji se nadaju da će posrednici delovati tako da ostvare najbolji interes akcionara, ovlašćuju ih da donose odluke. Jensen i Meckling su prvi razvili sveobuhvatnu teoriju preduzeća u uslovima posredničkih sporazuma.<sup>126</sup> Oni ističu da se vlasnici, tj. akcionari mogu osigurati da će posrednici, tj. menadžeri donositi optimalne odluke samo kada su dobro stimulisani i uz neprekini nadzor nad njihovim radom.

Sveukupnost zbivanja i promena u čijem fokusu su upravo preduzeće i preduzetništvo nazivaju se preduzetničkom ekonomijom.<sup>127</sup> Preduzeće i preduzetništvo su neodvojivo povezani fenomeni. Preduzetništvo daje kapitalu oblik konkretnog faktora proizvodnje, pri čemu je i samo preduzeće proizvod preduzetništva. Poput preduzeća i preduzetništvo je neraskidivo vezano za čoveka, za njegovo postojanje i ponašanje. Preduzetništvo je pre vrsta ponašanja, nego osobina ličnosti, kako se inače često ističe. Njegove osnove leže u konceptu i teoriji, a ne u intuiciji. U savremenim uslovima uloga preduzetništva mnogo je šira od uvođenja ideje u upotrebu i sastoji se u obezbeđivanju stabilnosti, podsticanju inicijative i promena. Naime, često se ističe da je preduzetništvo shvaćeno kao stopa formiranja novih poslova pokazatelj preduzetničke vitalnosti jedne zemlje u razvoju, ali i merilo kapaciteta industrijski razvijenih zemalja da se obnavljaju.

Razvijeno finansijsko tržište sa brojnim finansijskim instrumentima i potencijalno mogućim transakcijama pruža relativno velike mogućnosti pribavljanja i plasiranja novca i kapitala. Različite hartije od vrednosti tržišta novca i tržišta kapitala u sve većoj meri su prisutne u finansiranju preduzeća, tako da je neminovno istražiti kakav odraz te okolnosti imaju na finansiranje savremenog preduzeća korporativnog tipa. Dinamičnost poslovnog okruženja i potreba, tj. neminovnost da svako preduzeće u funkciji adekvatnog poslovnog odgovora na izazove, šanse i pretnje, koje takvo okruženje pruža, pored sopstvenih koristi i druge izvore finansiranja, determiniše komponovanje vrlo razuđene finansijske strukture i nastanak akcionarskih društava, tj. korporacija.

*Kratkoročno finansiranje preduzeća* obuhvata finansiranje obrtnih sredstava. Tekuća struktura obrtnih sredstava i njihovih izvora je posledica ranijih i tekućih poslovnih i finansijskih odluka, koje imaju snažno dejstvo na efikasnost poslovanja. Osnovni postulat

---

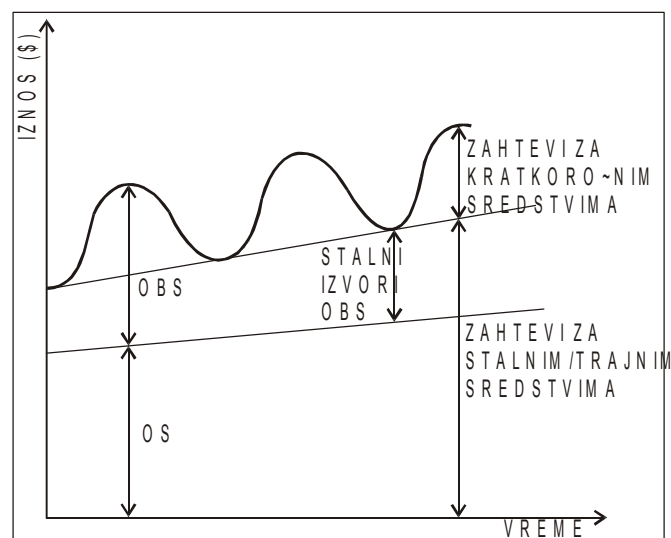
<sup>125</sup> James C. Van Horne, *Finansijsko upravljanje i politika (Finansijski menadžment)*, MATE, Zagreb, 1993., str.6

<sup>126</sup> Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 3 (October 1976.), str. 305-360

<sup>127</sup> P. F. Drucker, *Inovacije i preduzetništvo*, *Privredni pregled*, Beograd, 1991., str. 51

uspešnog menadžmenta obrtnih sredstava je teorijski fundiran proračun potrebnih obrtnih sredstava baziran na prirodi, karakteru i obimu poslovne delatnosti preduzeća, koji treba da rezultira proračunom optimalne strukture obrtnih sredstava, tj. ukupnog iznosa, dana vezivanja i koeficijenta obrta pojedinih vidova obrtnih sredstava. Sledeći korak je optimiziranje izvora finansiranja tog dela poslovne aktive preduzeća. Finansijske odluke o strukturi i izvorima obrtnog kapitala preduzeća determinisane su stavom finansijskog menadžmenta prema riziku i profitabilnosti. Naime, veće relativno učešće likvidnih sredstava (gotovina i utržive hartije od vrednosti) znači, pod istim ostalim uslovima, manji rizik da preduzeće ostane bez novca-gotovine, ali sa smanjenom profitabilnošću. Finansiranje obrtnih sredstava iz dugoročnih izvora, takođe, dovodi do smanjenja rizika nelikvidnosti, ali i do istovremnog smanjenja i njegove profitabilnosti.

U finansijskoj teoriji i praksi, u težnji pronalazjenja optimalne ročne usklađenosti poslovnih sredstava i njihovih izvora, iskristalisano je nekoliko pristupa. Sistematizovan prikaz tih pristupa, odnosno potencijalno mogućih finansijskih politika daju grafički prikazi 3,4 i 5.<sup>128</sup>

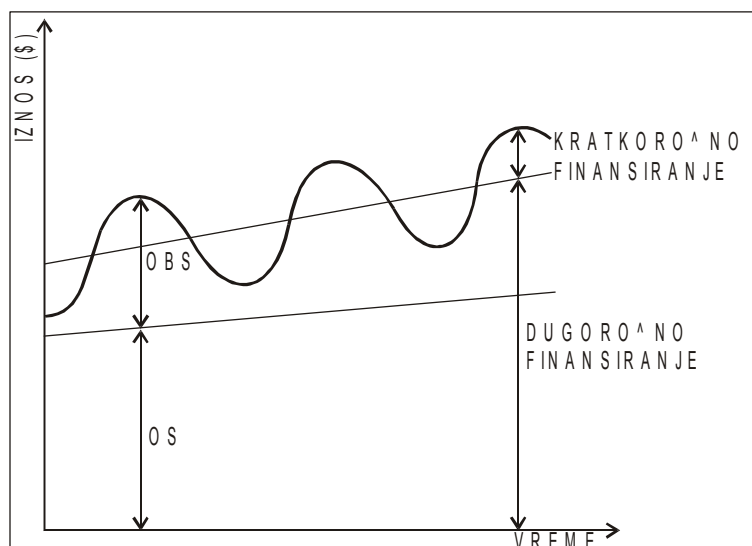


Grafikon 3: Hedging finansijska politika preduzeća

Sušтина *hedžing pristupa* je da preduzeće u potpunosti usklađuje ročnost sredstava i njihovih izvora, što znači da se kratkoročne i sezonske varijacije tekuće aktive (obrtne sredstva) finansiraju iz kratkoročnih izvora, tj. obavezama, a stalna- trajna obrtna sredstva i osnovna sredstva iz dugoročnih izvora (dugoročni dugovi i/ili akcijski kapital).

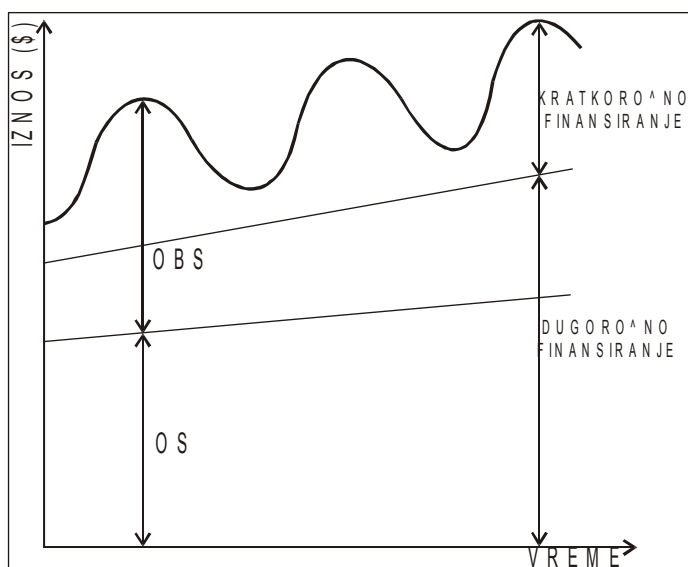
<sup>128</sup> J.C. Van Horne, C.R Dipchand, J.R. Hanrahan, Fundamental of Financial Management, Prentice-Hall Canada inc. Scarborough, Ontario, Canadian 5<sup>th</sup> Edition, 1983., str. 204-207





Grafikon 4: Konzervativna finansijska politika preduzeća

*Konzervativna finansijska politika* podrazumeva da se, ne samo trajna obrtna sredstva, nego i deo preostalih obrtnih sredstava finansira iz dugoročnih izvora, a sve u cilju povećanja sigurnosti poslovanja preduzeća.



Grafikon 5: Agresivna finansijska politika preduzeća

*Agresivna finansijska politika*, suprotno prethodnim politikama, prihvata mogućnost da se jedan deo trajnih obrtnih sredstava finansira iz kratkoročnih izvora, a u cilju povećanja profitabilnosti. Ovakava situacija, međutim, ne bi trebala biti trajna orijentacija preduzeća, jer je neusklađenu ročnu strukturu sredstava i njihovih izvora teško održati.

**Kratkoročne izvore finansiranja** možemo svrstati u dve grupe, i to:

- a) spontane ili automatske izvore finansiranja i
- b) eksterne izvore finansiranja.

**Spontani ili automatski izori finansiranja preduzeća**, tj. njegovih obrtnih sredstava su oni izvori čija je veličina determinisana obimom njegove poslovne aktivnosti. Najznačajniji od njih su:

1) **Tekuće obaveze**, kojima se finansiraju nabavke pojedinih pojava oblika obrtnih sredstava (sirovine, repromaterijal, rezervni delovi, itd.) i koje se ugovaraju u skladu sa uobičajenom poslovnom praksom, koja podrazumeva određeni rok za izmirenje nastale obaveze. Te obaveze su do momenta dospeća spontani izvor finansiranja određenih obrtnih sredstava.

2) **Komercijalni krediti (trade credits)**, koje jedno preduzeće odobrava drugom kao mogućnost plaćanja na odloženi rok (tzv. međukreditiranje) može biti značajan izvor spontanog finansiranja. Radi se o uobičajenoj praksi u poslovnom svetu koja može biti motivisana brojnim razlozima, a pre svega ubrzavanjem robnog prometa. Naime, komercijalni kredit podrazumeva krajnji rok u kome se plaćanje za nastale obaveze mora izvršiti i mogućnost diskonta ukoliko se izmiri pre roka. Njegova osnovna prednost za preduzeće koje ga koristi je veća fleksibilnost i jednostavnija i manje formalna procedura u odnosu na klasični bankarski kredit. Ukoliko se obaveze ne izmire u dogovorenom roku, odnosno do roka dospeća to utiče na pogoršanje kreditnog rejtinga preduzeća.

3) **Dospеле obaveze (accruals) za zarade i poreze**, koje se po pravilu plaćaju u utvrđenim rokovima, su takođe spontani izvor finansiranja preduzeća od momenta nastanka do momenta plaćanja, iako manje izdašan od prethodnog. Prolongiranje, odnosno odlaganje njihovog plaćanja je nepreporučljivo s obzirom na vrlo štetne posledice. Privremeno finansiranje preduzeća iz ovog izvora je beskamatno, te se ono kontinuirano koristi, uz oprez da se obavezni rokovi ne prekorače.

Finansiranje preduzeća bazirano na kratkoročnom pozajmljivanju novčanih sredstava predstavlja **eksterno finansiranje**. S obzirom na moguće izvore za ovaj oblik finansiranja razlikujemo:

1) **Kreditiranje posredstvom tržišta novca** kao izvor kratkoročnih sredstava koriste velike kompanije sa izgrađenim i valorizovanim poslovnim, kreditnim i ukupnim finansijskim rejtingom putem emisije kratkoročnih instrumenata tržišta novca, kao što su komercijalni papiri i bankarski akcepti. Komercijalni papiri su kratkoročne prenosive vlastite menice, koje emituju veća preduzeća radi pribavljanja nedostajućih kratkoročnih sredstava i po pravilu su neosigurani. Njihova nominalna vrednost, obično je velika (npr. 100.000\$ a nekad i više), pri čemu se prodaju na diskontnoj ili kamatonosnoj osnovi, zavisno od preferencija kupaca. Rokovi dospeća su različiti i kreću se u intervalu do 365 dana. U ulozi kupaca, primarno se javljaju razne finansijske organizacije. Osnovna prednost ovog oblika kratkoročnog finansiranja preduzeća je ta što su pribavljena sredstva jeftinija u odnosu na bankarske kredite i to u proseku za 0,25% do 2%. Banakarski akcepti su trasirane menice na banku, koja ih akceptira i koja preuzima neopozivu obavezu da njenom donosiocu isplati na dan dospeća iznos na koji menica glasi, čime ona postaje hartija od vrednosti tržišta novca, kojom se može trgovati do njenog dospeća. Bankarski akcepti su običajeni oblik finansiranja zaliha gotovih proizvoda na putu do kupca u izvozno-uvoznim poslovima.

2) **Kratkoročni bankarski krediti** znače kratkoročno kreditiranje preduzeća od strane poslovnih ili komercijalnih banaka i predstavlja jedan od najznačajnijih izvora kreditiranja. Istovremeno to je jedan od osnovnih tokova kreiranja novčane mase od strane bankarskog sektora kao celine, te je stoga pod nadzorom centralne banke. Motiv banke davanja kredita je plasman slobodnih novčanih sredstava i zarada po osnovu kamate. Motiv preduzeća, kao korisnika kredita je da obezbedi nedostajući obrtni kapital, a samim tim i kontinuitet poslovanja. Zavisno od procene boniteta i kreditne sposobnosti preduzeća

korisnika kredita, kratkoročni krediti se uobičajeno klasifikuju na neosigurane i osigurane kredite. *Kratkoročni neosigurani bankarski krediti* se realizuju u formi:

- a) kreditnih linija;
- b) revolving kredita i
- c) transakcionih kredita.

*Kreditna linija* predstavlja sporazum između banke i njenog komitenta koji definiše maksimalni iznos kredita, koji će banka odobriti da dato preduzeće koristi u bilo kom trenutku. Utvrđuje se za period od jedne godine i najčešće se produžava, tj. obnavlja. Iznos kreditne linije baziran je na bankarskim procenama kreditne sposobnosti i boniteta preduzeća dužnika i njegovim kreditnim potrebama.

*Revolving kredit* je vrsta kratkoročnog kredita, koji se pre dospeća može obnoviti, čime se on praktično transformiše u srednjoročni kredit. Dok je "izvršenje" na snazi banka je obavezna da odobri zajmotražiocu kredit u bilo koje vreme, kada on to zatraži, vodeći računa da ukupno kreditiranje ne premaši maksimalno ugovorom utvrđeni iznos. Zbog navedenih povoljnosti za dužnika, banke zahtevaju i zaračunavaju dodatnu kamatu od 0,5% do 1% na iznos neiskorišćenog dela odobrenog kredita.

*Transakcioni krediti* predstavljaju specifičan kreditni aranžman između banke i njenog klijenta, ukoliko mu je novac potreban samo za jednu svrhu, tj. radi finansiranja konkretnog posla. Za odobrenje ovakvog kredita podnosi se poseban zahtev banci, koji ona vrednuje kao posebnu finansijsku transakciju, nezavisno od ostalih aranžmana.

3) *Kratkoročni založni krediti* predstavljaju bankarsko kreditiranje putem osiguranih kreditnih aranžmana. Kao uslov za odobrenje kredita, kreditori obično zahtevaju određeno osiguranje, kako bi smanjili svoj rizik. Nebankarske finansijske institucije po pravilu odobravaju kratkoročne kredite samo na kolateralnoj osnovi. Time se kreditor obezbeđuje da, ukoliko su prilivi gotovine dužnika nedovoljni za uredno servisiranje kamate i kredita, da svoja potraživanja naplati po osnovu založenih stvari. Vrednost zaloge može biti veća, manja ili jednaka vrednosti odobrenog kredita. Kao zaloga za odobrenje kratkoročnog kredita mogu poslužiti različite stvari: jemstvo i garancije, ustupanje i zalaganje potraživanja, zalaganje prava, zaloga na robu i druge pokretnosti, zaloga hartija od vrednosti, ustupanje u fiducijarnu svojinu i hipotekarno obezbeđenje.<sup>129</sup> U savremenim uslovima posebno su značajni krediti kojima kao osiguranje služe potraživanja, zalihe i hartije od vrednosti.

a) *Potraživanja* predstavljaju jedan od najlikvidnijih oblika sredstava preduzeća, te je sasvim logično da ih banke rado prihvataju kao osiguranje za dati kratkoročni kredit. To se praktično postiže prenosom potraživanja preduzeća dužnika na banku kreditora, koja pravo njihove naplate aktivira ukoliko dužnik ne izmiri na vreme svoje obaveze po kreditu koji koristi. Pri tome, banka vodi računa o kvalitetu preuzetih potraživanja, tako što po pravilu prihvata 50% do 85% nominalne vrednosti stvarnih potraživanja preduzeća. Specijalni slučajevi kreditiranja preduzeća po osnovu prenosa potraživanja su tzv. faktoring i forfeting poslovi. *Factoring* predstavlja prenos potraživanja određenog preduzeća, uglavnom po osnovu uvozno-izvoznih transakcija na faktoring firmu, koja preuzima potraživanja, tj. njihovu naplatu u skladu sa rokovima dospeća, odobravajući kredit, tj. isplaćujući njihovu protivvrednost svom komitentu uz diskont. *Forfeting* je specifičan oblik finansiranja određenih poslovnih aktivnosti preduzeća, pre svega, većih isporuka opreme i investicionih radova na odloženi rok plaćanja. Preduzeće koje svom komitentu odobrava taj kredit istovremeno se refinansira putem ugovora o forfetingu sa bankom, zalažući ta svoja kreditna potraživanja. Na osnovu ovog ugovora banka preuzima potraživanja i rizik njihove naplate, odobravajući svom komitentu kredit umanjeno za eskontnu kamatu, proviziju i druge troškove.

---

<sup>129</sup> Miloš Vučković, Bankarstvo, organizacija i poslovanje banaka, Naučna knjiga, Beograd, 1967., str. 153

b) *Zalihe* kao pokriće kratkoročnog kredita podrazumevaju da kreditor procenjuje njihovu vrednost i odobrava kredit u određenom procentualnom iznosu od nominalne vrednosti zaliha preduzeća. Vrednost odobrenog kratkoročnog kredita po ovom osnovu je determinisana brojnim faktorima, kao što su: utrživost, tj. marketibilnost zaliha, kvarljivost zaliha, stabilnost njihovih tržišnih cena i teškoćama i troškovima prodaje radi eventualnog izmirenja datog kredita.<sup>130</sup>

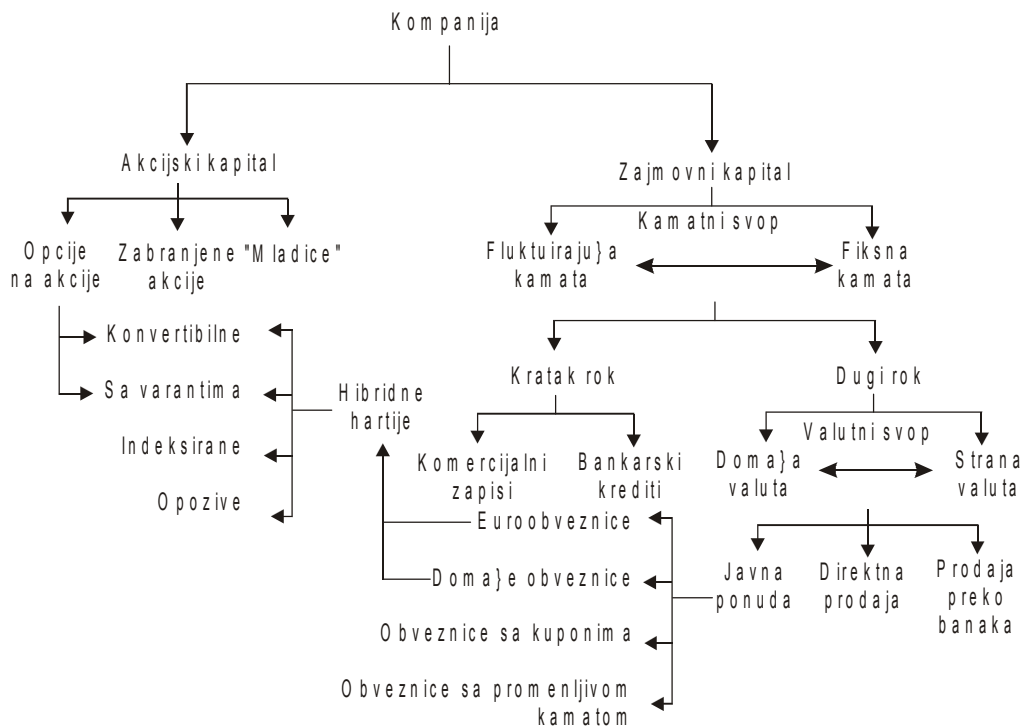
c) *Hartije od vrednosti* se vrlo često koriste kao zaloga za odobravanje kratkoročnih kredita u uslovima razvijenog finansijskog tržišta i postojanja dovoljnog broja atraktivnih i kvalitetnih hartija od vrednosti. Zahvaljujući efikasnom funkcionisanju sekundarnog tržišta, u uslovima kada korisnik kredita nije u mogućnosti da isti vrati, banka će vrlo brzo obezbediti sredstva tako što će prodati hartije, koje je primila kao zalogu.

Kao što smo videli preduzeće ima brojne mogućnosti kratkoročnog finansiranja, od kojih svaka ima svoje specifičnosti u pogledu primerenosti konkretnim uslovima poslovanja i zahtevima finansiranja, kao i svoju cenu. Izbor optimalne strukture kratkoročnog finansiranja preduzeća zavisi od:

- troškova, odnosno cene datog izvora finansiranja;
- raspoloživosti izvora finansiranja;
- vremenske, tj. ročne adekvatnosti;
- fleksibilnosti izvora finansiranja i
- zaduženosti preduzeća.

Ključno pitanje izbora alternativnih kratkoročnih izvora novčanih sredstava je komparacija njihove cene, odnosno troškova i usklađenosti vremenskog aspekta. S obzirom da je kratkoročnom finansiranju imanentna promenljivost potreba, to su za ove namene adekvatniji izvori koji se mogu koristiti na kontinuelnoj osnovi.

Moguće finansijske alternative preduzeća za dugoročnim finansiranjem mogu se prikazati na sledeći način:



Shema 15: Najznačajnije finansijske alternative preduzeća

<sup>130</sup> J. C. Van Horne, C. R. Dipchand, J.R. Hanrahan, op. cit., str. 298

**Dugoročno finansiranje preduzeća** omogućava kontinuitet njegovog opstanka i razvoja. Sve izvore dugoročnog finansiranja preduzeća možemo svrstati u dve velike grupe, i to:

- sopstvene izvore dugoročnog finansiranja i
- pozajmljene izvore dugoročnog finansiranja.

**Sopstveni izvori dugoročnog finansiranja** uobičajeno se klasifikuju na:

- eksterne izvore (akcijski kapital) i
- interne izvore (akumulacija i amortizacija).

**Akcijski kapital** predstavlja kapital koji preduzeće pribavlja emisijom, upisom i uplatom akcija. Akcijski kapital predstavlja trajni izvor kapitala vlasničkog karaktera, bez obzira što se stvarni vlasnik akcija tokom vremena može menjati kao posledica njihove kupoprodaje na sekundarnom tržištu kapitala. Akcijski kapital se iskazuje u pasivi bilansa preduzeća po nominalnoj vrednosti akcija, bez obzira da li je prodaja izvršena iznad ili ispod te cene, u kom slučaju se iskazuje bilansni ažio ili disažio. Kakav će biti odnos sopstvenih i pozajmljenih izvora, odnosno finansijska struktura preduzeće zavisi od velikog broja faktora koji determinišu optimalnu finansijsku strukturu datog preduzeća u datim okolnostima, a to su pre svega:<sup>131</sup>

- vrsta i obim njegove aktivnosti;
- karakter poslovnih ulaganja;
- stepen poslovnog i finansijskog rizika;
- kreditni bonitet preduzeća;
- tražnja za maksimiziranjem bogatstva vlasnika, itd.

Rentabilnost odnosno profitabilnost poslovanja preduzeća i njegov ukupni finansijski i poslovni bonitet su odlučujući faktor privlačenja kapitala potencijalnih akcionara, kao eksternih finansijera preduzeća. Na uspeh emisije značajno utiče i tip emisije i prodaje akcija. Tako u zemljama sa razvijenim tržišnim privredama i finansijskim tržištima moguć je izbor između različitih tipova i oblika emisije i plasmana akcija:

- javna emisija (public issues);
- privilegovana emisija (rights offering);
- direktna ili privatna emisija (private or direct placement).

Opređenjenje za moguće tipove emisije i njihovo eventualno kombinovanje uslovljeno je brojnim faktorima, kao što su: veličina preduzeća, veličina i ciljevi emisije, raspoloživost institucionalnih investitora, itd. Ovo opredeljenje se menja tokom vremena.

**Akumulirani dobitak** predstavlja interni sopstveni i trajni kapital preduzeća nastao ulaganjem, tj. reinvestiranjem dela neto dobiti (profita) u poslovanje preduzeća, nakon isplate dividendi. Navedeno određenje ukazuje da je on svojevrsna "rezidualna" vrednost. Priroda i karakter akcijskog kapitala pribavljenog emisijom običnih akcija ukazuje na prevashodni motiv akcionara da maksimiziraju prinos na svoj kapital uloženi u preduzeće, tj. da maksimiziraju dividende. Međutim, to nije njihov jedini cilj i motiv, s obzirom da su oni kao vlasnici zainteresovani i za opstanak, rast i jačanje konkurentne pozicije preduzeća, kao izvora budućih prihoda. Očigledno je da odluka o politici isplate dividendi izuzetno delikatna, jer inkorporira sukob interesa samih akcionara u pogledu želje da maksimiziraju svoje tekuće ili buduće bogatstvo. Ukoliko razvojni projekti i programi preduzeća obećavaju povećanje njegove buduće rentabilnosti i ukupne uspešnosti poslovanja, akcionari će imati dva racionalna ekonomska motiva da reinvestiraju veći deo neto profita na račun manjih tekućih dividendi, jer će imati priliku da:

- ostvare veću zaradu kroz veće buduće dividende i
- ostvare veću zaradu u vidu kapitalnog dobitka po osnovu logičnog rasta tržišne cene njihovih akcija.

---

<sup>131</sup> Dragan Krasulja, Poslovne finansije, II deo, Ekonomski fakultet Beograd, 1994., str.5

Pritisak od strane akcionara za isplatu većih dividenci u praksi se može razrešiti na tri osnovna načina:

- tzv. dividendnim akcijama, kapitalizacijom, tj. transformacijom akumuliranog profita u akcijski kapital po tržišnoj vrednosti akcija;
- tzv. deljenjem akcija, koje znači povećanje broja emitovanih akcija, ali bez uticaja na vrednost akcijskog kapitala i akumuliranog dobitka;
- rezervisanjem dela akumuliranog dobitka u vidu različitih oblika rezervi.

**Amortizacija** u svakom preduzeću predstavlja interni izvor finansiranja, odnosno samofinansiranja preduzeća po osnovu redovnog tekućeg poslovanja. U finansijskim analizama ona se smatra pokazateljem finansijske snage preduzeća po osnovu samofinansiranja. Ona praktično znači transformaciju osnovnih sredstava u obrtna sredstva. U tretmanu amortizacije bitno je ukazati na distinkciju između tzv. računovodstvenog pristupa - da je amortizacija samo trošak poslovanja, od finansijskog pristupa - da ona predstavlja novčani priliv. Specifičnost amortizacije kao troška je da, iako se nadoknađuje iz ostvarenih prihoda, sredstva amortizacije ne "odlaze" iz preduzeća, nego kao određeni priliv sredstava iz tekuće realizacije ostaju u preduzeću za namenu zamene otpisanih osnovnih sredstava, ali i za druge namene. U vezi sa amortizacijom bitno je naglasiti opasnost svojevrstne logičke zamke, koja polazeći od amortizacije kao internog izvora kapitala i redovnog tekućeg poslovanja, vodi ka zaključku da veća amortizacija automatski znači i veći priliv gotovine iz poslovanja i da je to dobro za preduzeće.<sup>132</sup> Pri tome se zaboravlja da porast amortizacije, kao i svakog drugog troška, znači proporcionalno smanjenje poslovnog i neto dobitka i svih elemenata njihove raspodele, pre svega, dividendi i akumuliranog dobitka.

**Pozajmljeni izvori finansiranja preduzeća** su nezaobilazan faktor normalnog finansiranja preduzeća, a time i privrede u celini. Osnovne karakteristike pozajmljenih izvora kapitala su:

- da nisu trajan, tj. permanentan izvor kapitala, već da imaju određeni rok korišćenja, nakon čega se u skladu sa ugovorom o njihovom korišćenju vraćaju poveriocima, dok neispunjenje tih obaveza od strane preduzeća može u krajnjoj instanci usloviti likvidaciju preduzeća;
- pravo na naknadu poverilaca, koji ustupaju svoj kapital preduzeću, je fiksirano i prioritetno u odnosu na analogna prava vlasnika preduzeća;
- ovakav vid ulaganja kapitala ne obezbeđuje pravo glasa u izboru menadžerskih timova preduzeća, mada se određeni uticaj na poslovne odluke ipak može ostvariti.

Najznačajniji i najizdašniji dugoročni izvor kapitala preduzeća korporativnog tipa u razvijenim tržišnim privredama su **obveznice**, koje emituje preduzeće i koje ih posredstvom tržišta kapitala transformiše u potrebni kapital. Prava i obaveze emitenta i kupaca obveznica regulišu se prismetnim ugovorom. Emisija obveznica preduzeća je, poput njegovih akcija, moguća na više načina. Odluka o emisiji obveznica kao oblika pribavljanja kapitala, tj. dugovnog finansiranja preduzeća, determinisana je brojnim faktorima, pri čemu joj prethodi dosta kompleksna analiza i izbor optimalne kapitalne strukture preduzeća. Odlukom o emisiji i ugovorom između preduzeća i držalaca obveznica, utvrđuje se nominalna vrednost i broj obveznica, a time i vrednost emisije, dospeće i fiksna kamatna stopa. Stvarna tržišna cena njihove prodaje ili otkupa formiraće se shodno opštim uslovima na tržištu kapitala. Ako je tržišna kamatna stopa jednaka nominalnoj kamatnoj stopi obveznice, tržišna cena obveznice biće jednaka njenoj nominalnoj vrednosti. U slučaju kada je tržišna kamatna stopa veća od nominalne, onda će tržišna cena obveznice biti manja od njene nominalne vrednosti, tj. prodavaće se uz

<sup>132</sup> R. Anthony, Management Accounting, Richard Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1995., str.349

diskont, tako da će stvarni priliv kapitala u preduzeće biti manji od nominalne vrednosti emisije za iznos diskonta. Kada je tržišna kamatna stopa manja od nominalne, onda će tržišna cena obveznice biti veća od njene nominalne vrednosti, tj. prodavanje se uz premiju, tako da će stvarni priliv kapitala u preduzeće biti veći od nominalne vrednosti emisije za iznos naplaćene premije.

*Srednjoročni dugovi* predstavljaju dugovni izvor kapitala, čije je dospeće, tj. rok korišćenja od jedne do pet ili do deset godina. Budući da ekonomski vek projekta u sklopu investicione analize i ocene investicionih alternativa, kao i dužina ekonomskih projekcija budućeg poslovanja preduzeća za različite namene uglavnom koincidiraju sa tim periodom, tako da izvori kapitala ovog roka dospelosti imaju poseban značaj za svako preduzeće. Brojni oblici i tipovi srednjoročnog dugovnog finansiranja preduzeće mogu se grupisati u tri osnovne grupe:

a) *Srednjoročni finansijski zajmovi* uglavnom se ugovaraju pojedinačno za svaki kredit i svaku namenu, a moguć je i revolving kreditni aranžman, slično kao kod kratkoročnog kreditiranja. Osnovne karakteristike ovog oblika finansiranja, odnosno izvora kapitala su rok dospelosti ili korišćenja od jedne do deset godina, kamatna stopa je nešto viša od one na kratkoročne kredite, a nešto je niža od kamatne stope na dugoročne kredite i postojanje specifičnog načina otplate putem tzv. amortizacije zajma, što je u interesu i zajmodavca i korisnika kredita. Najveći deo i obim srednjoročnog kreditiranja preduzeća od strane finansijskih institucija je na osiguranoj, tj. kolateralnoj osnovi, s obzirom na povećani rizik sa stanovišta kreditora, kako sa aspekta roka dospeća, tako i sa aspekta nedovoljno istražene kreditne sposobnosti i boniteta dužnika.

b) *Uslovni ugovori o prodaji* nastali su prenošenjem analogije potrošačkih kredita na oblast finansiranja preduzeća. Radi se o kreditiranju preduzeća od strane proizvođača opreme ili veletrgovaca u smislu da se oprema koja je predmet kupoprodaje kupuje, odnosno prodaje na otplatu, pri čemu sama ta oprema služi kao obezbeđenje kredita. Stoga je bitno da ta oprema zadrži mobilnost, odnosno da ne postane deo fiksnih kapaciteta preduzeća, koje je kupuje, kako bi se u slučaju potrebe moglo iskoristiti kolateralno potraživanje. Aranžman o ovakvom obliku finansiranja preduzeća, tj. međukreditiranja reguliše se posebnim ugovorom, koji precizira sve bitne elemente, kao što su: rok, učešće, kamatna stopa, itd.

c) *“Leasing” finansiranje odnosno zakup* je specifičan oblik finansiranja nabavke potrebne opreme, pri čemu preduzeće uzima tu opremu na korišćenje, bez prava sticanja vlasništva nad njom, ne plaćajući njenu nabavnu vrednost, nego preuzimajući obavezu plaćanja najma, tj. zakupa te opreme njenom vlasniku u ugovorenim iznosima i rokovima tokom trajanja zakupa. Po isteku roka zakupa oprema, koja je predmet lizinga, vraća se njenom vlasniku. Postoji čitav niz različitih lizing aranžmana, koji se u osnovi mogu grupisati u tri osnovne grupe: 1) prodaja i uzimanje u zakup fiksnih sredstava (leaseback), 2) zakup sredstava sa održavanjem (service leases) i pravi finansijski zakup (straight financial leases).

Težnja svakog preduzeća je optimalna struktura sredstava, tj. izvora sredstava. Ovaj cilj je veoma teško ostvariti. S obzirom da je reč o vrlo dinamičnoj veličini i odnosu, proizilazi da na ovom vrlo delikatnom poslu treba kontinuirano raditi. U tom smislu, tabele 5 i 6 pokazuju relativnu važnost pojedinih izvora finansiranja preduzeća u Velikoj Britaniji i SAD.

Tabela 5: Izvori sredstava industrijskih i trgovinskih preduzeća u Velikoj Britaniji u periodu od 1984. do 1989.godine

Godina	1984.	1985.	1986.	1987.	1988.	1989.
Ukupno £m	35,506	45,309	48,941	69,764	85,737	95,810
Interno (%)	80.7	68.1	56.4	49.5	41.4	30.3
Eksterno (%)	19.3	31.9	43.6	50.5	58.6	69.7
od čega:						
- bank.zaduž.	20.5	16.5	18.6	17.4	36.2	34.8
-emisija kapit.	3.9	11.0	16.1	23.4	9.2	9.8
Ostalo	-5.1	4.4	8.9	9.7	13.2	25.1

Izvor: Financial Statistics, No. 339, July 1990.

Iz tabele 5 jasno možemo uočiti sledeće:

- osim poslednjih godina analiziranog perioda, najvažniji izvor finansiranja preduzeća proizilazi iz interno formiranih fondova;
- krediti banaka su drugi najznačajniji izvor finansiranja, koji se prevashodno koriste za finansiranje kratkoročnog, tj. obrtnog kapitala;
- pribavljanje kapitala putem instrumenata finansijskog tržišta kretalo se ispod 10%, osim u periodu od 1985.-87.godine.

Tabela 6: Izvori sredstava nefinansijskih korporacija u SAD, od 1958. do 1988.godine

Vremenski period	1958-1960.	1961-1969.	1970-1973.	1974-1979.	1980-1981.	1982-1988.
Ukupno (mlrd. USD)	44.8	75.6	128.1	208.4	296.7	402.8
Interno (%)	76.5	73.1	62.0	72.1	74.1	81.3
Eksterno (%)	23.5	26.9	38.0	27.9	25.9	18.7
od čega:						
- krediti	5.8	11.2	11.8	10.8	16.4	13.7
- obvezn. i menice	15.4	14.0	18.3	14.0	10.5	19.6
- akcije	4.0	1.5	7.0	1.5	0.2	-14.7
- ostalo	-1.8	0.2	0.9	1.6	-1.3	0.1
Ukupno kap.izdaci (mlrd. USD)	29.5	48.6	68.6	157.1	232.3	301.1
Kapitalni izdaci u (%) od izvora	65.8	64.3	53.6	75.4	78.3	74.8

Izvor: Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts, 1989.

Podaci iz tabele 6 potvrđuju napred navedene konstatacije. Naime, za američka preduzeća, kao i za britanska, karakteristično je da internim izvorima finansiranja pripada centralno mesto. U odnosu na Veliku Britaniju, nešto je izraženije pribavljanje kapitala putem obveznica, dok se tržište akcija, kao izvor kapitala preduzeća, nalazi na samom začelju. Međutim, ovde treba naglasiti da prodaja obveznica ili akcija na organizovanim i



priznatim berzama donosi preduzeću brojne prednosti i nedostatke. Najznačajnije su sledeće prednosti:

- a) **Rast** - pristup eksternim izvorima finansiranja dozvoljava preduzeću brži rast, jer je pribavljanje dodatnog kapitala znatno lakše i uspešnije, ukoliko je reč o preduzeću čije se hartije već kotiraju na berzi, tj. ukoliko se nalaze se na njenom listingu;
- b) **Položaj** - kotacija na berzi daje preduzeću položaj, koji često omogućuje dobijanje bankarskih kredita pod povoljnijim uslovima, u odnosu na preduzeća čije se hartije ne nalaze na listingu berze;
- c) **Fleksibilnost** - raspoloživost finansiranja preko berze dozvoljava preduzeću fleksibilniju kapitalnu strukturu, tj. berza omogućava preduzeću da vrlo lako i u kratkom roku menja odnos kredita i trajnog kapitala, a u cilju finansiranja pod najjeftinijim uslovima;
- d) **Realizacija imovine** - vlasnici preduzeća mogu prodajom akcija, koristiti berzu, kako bi realizovali deo svoje imovine. Naime, zahvaljujući berzi, pojedinci kao vlasnici akcija mogu da prodaju sve ili deo svojih akcija, tj. da pretvore hartije u novac a u cilju diverzifikacije svoje imovine.

Glavni nedostaci, koje finansijsko tržište može da donese preduzeću su sledeći:

- a) **Izloženost javnosti** - odobrenje za kotiranje na berzi donosi sa sobom i obavezu objavljivanja informacija o preduzeću. Naime, čitav niz informacija o preduzeću, njegovim tržištima, strukturi kapitala, itd. traži se posebno u vreme emisije hartija od vrednosti, kada treba dati vrlo detaljne informacije. Vremenom količina informacija i učestalost izveštavanja se povećavaju, što uslovljava dodatne troškove učinjene za prikupljanje dodatnih informacija i vršenje revizija.
- b) **Pritisak investitora** - strah od javnosti deluje kao korisna provera delovanja menadžmenta, dok pritisak investitora može predstavljati njegovo sputavanje. Usled dejstva ovih pritisaka menadžerima može ostati mnogo manje manevarskog prostora u pogledu politike investiranja, nego što je to slučaj u privatnim preduzećima;
- c) **Promena vlasnika preduzeća** - zahvaljujući funkcionisanju sekundarnog tržišta kapitala moguća je brza promena vlasnika preduzeće, što može negativno da se odrazi na rad menadžerskog tima;
- d) **Odavanje poverljivih informacija** - je praksa iskorišćavanja privilegovane informacije, koja u uslovima postojanja efikasnih finansijskih tržišta, utiče na cenu akcija, što se može iskoristiti kako bi se preduzela kupovina ili prodaja akcija u cilju ostvarenja ekstra profita ili izbegavanja gubitaka. Ove radnje veoma oštro su sankcionisane u zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima.

Velika većina teoretičara i praktičara je saglasna u stavu da je prevaga u korist prednosti u odnosu na nedostatke korišćenja finansijskog tržišta pri formiranju optimalne strukture izvora sredstava.

#### **2.1.6. Brokersko-dilerske kuće kao nužna karika u funkcionisanju finansijskog tržišta**

Efikasno finansijsko tržište je nezamislivo ako na njemu ne deluju dobro organizovani i veoma efikasni finansijski posrednici, gde, uz banke i druge finansijske institucije, u poslednjim decenijama sve zapaženiju ulogu imaju brokeri i dileri. Te finansijske posrednike, odnosno specijalizovane trgovce na finansijskom tržištu, neki posmatraju samo u okviru berzanskog poslovanja, kao mehanizam i instituciju berze

efekata, neki ih povezuju samo s trgovanjem hartijama od vrednosti, a ređe ih posmatraju integralno, kao nerazdvojni i sastavni deo mehanizma finansijskog tržišta i institucija finansijskih posrednika.

Bogato i dobro organizovano finansijsko tržište jedna je od najmoćnijih poluga razvoja nacionalne privrede. Otuda sve razvijene zemlje sveta imaju, i stalno unapređuju, veoma razvijene i diverzifikovane snažne finansijske institucije i mehanizme, raspolažu bogatstvom bilateralnih i multilateralnih finansijskih instrumenata i veoma razuđenim domaćim i internacionalizovanim finansijskim tokovima. Ponegde je stepen razvijenosti finansijskog tržišta skoro doveden do perfekcije.

Da bi se analiziralo poslovanje brokerskih i dilerskih firmi, treba istaći da u savremenim uslovima sve više bleđi ili se gubi granica između pojedinih delova finansijskog tržišta. To se, pre svega, odnosi na novčano tržište i tržište kapitala, prevenstveno iz smanjenih razlika između kratkoročnih i dugoročnih odnosa. Ročnost nije više demarkaciona linija, iako je prisutna. Ova distinkcija je sada naglašenija s gledišta tehnike poslovanja i regulative. Jedna nadležnost je u rukama centralne banke, a to se odnosi na novčano i devizno tržište, dok se druga nalazi u rukama tzv. Komisije za dugoročne hartije, a manje s gledišta stvarnih poslovnih i funkcionalnih odnosa na finansijskom tržištu. U oblasti hartija od vrednosti u razvijenom svetu stvara se mnogo novih specijalizovanih tržišta, kao što su: tržište komercijalnih papira, obveznica, akcija, državnih hartija, hipoteka i mnoštvo iz toga izvedenih kolateralnih tržišta, kao što su: tržište trezorskih bonova, bankarskih akceptata, itd. Posmatrajući svetska iskustva, zapaža se da nije jasno povučena granica između domaćeg i međunarodnog novčanog tržišta i tržišta kapitala. Sve je internacionalizovano, a promet na njima dobio je neverovatan obim. Iste konstatacije važe i za devizno tržišta. Demarkacione razlike se gube razvojem internacionalizacije i globalizacije međunarodnog tržišta, pojavom tržišta euro-deviza, širenjem *off-shore* centara, *swap* poslova i poslova vezanih za opcije i fjučerse. Otuda između pojedinih segmenata ili formalno samostalnih tržišta, kao delova ukupnog finansijskog tržišta, postoji čvrst odnos međuzavisnosti i isprepletenosti sa jakom povratnom ulogom u inicijativi ili usmeravanju poslova.

Finansijski posrednici, u okviru razvijenog finansijskog sistema, dejstvuju u prostoru između subjekata, koji imaju suficite u novčanim fondovima i onih sektora ili institucija kojima su potrebna eksterna finansijska sredstva. Finansijski posrednici svoju delatnost obavljaju sa ciljem da na svim nivoima omoguće finansijska prelivanja i zatvaranje ravnoteže između tokova investiranja i štednje. Ta finansijsko-servisna delatnost se odnosi, kako na nivo prelivanja između pojedinih ekonomskih i finansijskih jedinki, tako i na zatvaranje ravnoteže između sektorskih i još širih grupacija učesnika u finansijskim transakcijama, pa sve do nacionalnih okvira i svetskih finansijskih tržišta. U okviru finansijskih posrednika bankama pripada centralno mesto. Banke su ne samo najstarija, već i najrazvijenija, najrasprostranjenija i najznačajnija grupacija finansijskih posrednika.<sup>133</sup> Bankarstvo i finansijska tržišta se u tržišno razvijenim zemljama silovito razvijaju i postali su nezaobilazan izraz novih finansijskih odnosa u svetu. Pod uticajem bujanja finansijskih transakcija, konkurencije, internacionalizacije finansijskih tržišta i sveopšte sekjuritizacije, tj. pojave mnoštva različitih hartija od vrednosti, koje snažno potiskuju kreditni odnos i klasični depozit u korist kupovine, tj. ulaganja u razne hartije, pojavilo se mnoštvo finansijskih organizacija, koje se bave bankarskim poslovanjem. To su: depozitne, komercijalne i kreditne banke, tj. banke univerzalnog tipa, brojne institucije otvorenog tržišta, kolektivni investitori, bankarski holdinzi, štedionice, hipotekarna društva, dilerske i brokerske firme, eskontne i lombardne banke, zadružne banke, stambena

<sup>133</sup> Ivo Perišin, Svjetski finansijski vrtlog, Naprijed, Zagreb, 1988., str. 79

društva, agencije za finansijsko posredovanje i sl., pa sve do nebankarskih finansijskih organizacija, kao što su osiguravajuća društva i penzioni fondovi.<sup>134</sup>

Brokerske i dilerske firme se u principu ubrajaju u nebankarske finansijske posrednike, naročito kada se javljaju kao pravno samostalne i poslovno zaokružene finansijske institucije. Međutim, u savremenim uslovima brokersko i dilersko poslovanje je značajno zastupljeno u integralnoj banci kao samostalni organizacioni oblik ili se na drugi način integriše ili prepliće s matičnom bankom, odnosno srodnom finansijskom institucijom. U tom smislu treba ih posmatrati u integralno isprepletenoj i uzajamno uslovljenoj vezi s bankama, fondovima, berzama i drugim brojnim učesnicima na finansijskom tržištu. Ukoliko je mreža banaka, drugih finansijskih organizacija, brokera i dilera razgranatija i isprepletenija manje je vidljiva granica specijalizacije koja ih razdvaja.

Brokери i dileri, kao profesionalni posrednici na finansijskom tržištu (special intermediaries) su posebne institucije specijalizovane za poslove posredovanja između učesnika na finansijskom tržištu, svih struktura i nivoa, koji obezbeđuju na organizovan način kupovinu i prodaju raznih finansijskih instrumenata. U okviru ove dve osnovne grupe posrednika postoje i brojni modaliteti. Međutim, u uslovima savremenog trgovanja na svetskim finansijskim tržištima, mnoge poznate svetske finansijske kuće su istovremeno registrovane za obe ove delatnosti, te se otuda javlja i uobičajeni zajednički termin: broker-diler, a iz toga i pojam “market maker”, gde određene dilerske kuće na sekundarnim finansijskim tržištima, tj. berzama, stalno daju ponudu i tražnju, stalno kupuju i prodaju hartije od vrednosti, odnosno kreiraju ili “prave” tržište i time praktično održavaju ravnotežu.

Brokerske i dilerske firme deluju na sekundarnom tržištu kapitala, u principu preko dva finansijska tržišta. Prvo tržište je zvanična berza, koja se nalazi pod određenim stepenom kontrole države, koja ima stroga pravila poslovanja, kod koje je relativno ograničen broj članova i koja da bi se formirala mora da ispuni određene zakonom propisane uslove. Ove berze, bez obzira da li su državne ili privatno-akcionarske imaju karakter javnih institucija. Na njima se pretežno trguje putem aukcija, ređe putem kotacija, tj. dilerskim oblikom. Drugi tip tržišta hartija od vrednosti predstavlja tzv. vanberzansko tržište kapitala ili slobodno ili šaltersko tržište (over the counter market). Na njemu se trgovina obavlja uz manje formalnosti i niži stepen državne kontrole. Kao učesnici na ovom tržištu javljaju se mala i srednja preduzeća, koja još uvek nemaju pristup na oficijelnoj berzi, kao i hartije kompanija koje se ne kotiraju na berzi. Sekundarno tržište je onoliko široko kolika je njegova mogućnost apsorbovanja raznovrsnih hartija i emitenata. S druge strane, dubina sekundarnog tržišta zavisi od lakoće kojom ono može, bez većih udara na kotacije, da apsorbuje ili ponudi veće količine raznih hartija po tekućim cenama, a koje se normalno svakodnevno kupuju i prodaju.

Predmet delatnosti finansijskih posrednika u osnovi se svodi na sledeće:

- trgovina hartijama od vrednosti,
- pružanje savetodavnih funkcija u vezi sa emisijom i trgovinom hartijama od vrednosti,
- čuvanje hartija od vrednosti,
- vođenje portfelja hartija od vrednosti za račun korisnika usluga,
- drugi poslovi u vezi sa trgovinom hartijama od vrednosti.

Ovako određen predmet delatnosti posrednika može se smatrati standardnim. Međutim, savremeni razvoj funkcije posredovanja donosi im mogućnost da se bave i

---

<sup>134</sup> L. J. Kempr, A Guide to World Money and Capital Markets, McGraw-Hill Book Company, London, 1981., str. 284

bankarskim poslovima, posebno prikupljanjem slobodnih novčanih sredstava. U tome je smisao demonopolizacije učešća na finansijskom tržištu, posebno u zemljama u kojima ne postoji stroga odvojenost investicionog i komercijalnog bankarstva. Mogući konflikt interesa između kreditne i investicione funkcije, rešava se propisivanjem stroge odvojenosti poslova vezanih za trgovinu hartijama od vrednosti od drugih aktivnosti berzanskih posrednika.

Kolika je raznovrsnost posrednika na finansijskom tržištu najbolje će nam dočarati Njujorška berza - NYSE (The New York Stock Exchange), gde se u zavisnosti od poslova koje obavljaju, brokersko-dilerski učesnici mogu svrstati u više grupa, i to:

- 1) **Specijalisti (Specialists)**, posluju kao brokeri i dileri i specijalizovani su za prodaju i kupovinu određenih hartija od vrednosti. Svojim uticajem na berzi, u suštini, formiraju cenu onih hartija sa kojima trguju. Specijalisti na berzama otvaraju trgovanje po cenama koje obezbeđuju optimalne uslove, a veoma često intervenišu intenzivnijom kupovinom ili prodajom da bi održali te optimalne uslove, odnosno stabilizovali tržište.
- 2) **Brokери фирми чланца (Member firm brokers)** su brokeri koji reprezentuju svoje kompanije, članice berze i izvršavaju njihove naloge. Događa se da broker firme članice berze ne može da izvrši sve naloge koje je primio, te je, da ne bi izgubio tržišnu cenu hartija, prinuđen da angažuje nezavisne brokere.
- 3) **Nezavisni brokeri (Independent brokers)** su posrednici, koji izvršavaju naloge bilo koje firme i trguju svima hartijama koje se kotiraju na berzi. Za te usluge naplaćuju proviziju, koja zavisi od vrste hartije, veličine naloga, složenosti izvršavanja, i sl.
- 4) **Registrovani konkurentni market mejkeri (Registered Competitive market makers)** su brokeri ili dileri, koji kupuju i prodaju bilo koje akcije koje se nalaze na listingu berze, za razliku od specijalista, koji se bave trgovanjem samo sa nekoliko akcija.
- 5) **Konkurentni trgovci (Competitive traders)** su članovi berze, koji mogu da trguju za svoj račun ili za račun firme članice, ali moraju da učestvuju u stabilizaciji tržišta bar sa 75% vremena.

U praksi većih i poznatijih svetskih berzi susreću se i drugačiji nazivi za članove berzi, kao što su: Commission brokers, Floor brokers, Floor traders, Odd-lot dealers, itd.

Sa naučno-istraživačkog i stručno-praktičnog aspekta sve transformacije brokersko-dilerske delatnosti mogu se sistematizovati u tri razvojne etape i to:

- konzervativno-tradicionalna etapa,
- savremeno-tržišna etapa i
- inženjering-sofisticirana etapa.

Suštinske karakteristike **konzervativno-tradicionalne etape** razvoja dilersko-brokerske delatnosti su sledeće:

a) Dilerska delatnost, u formalno-pravnom i materijalnom, kao i u organizaciono-tehnološkom i funkcionalnom pogledu, je odvojena od brokerske delatnosti. Diling, kao sinonim ukupne dilerske delatnosti, predstavljao je samo jedan od mnogobrojnih delova banke, manje važan od kreditnog ili depozitnog dela te banke, u okviru koga se u početku trgovalo devizama, a nešto kasnije i nacionalnom valutom, koja nije bila agažovana u kreditima ili depozitima. Prema tome, diling je predstavljao nesamostalan, manje važan i neuticajan deo konzervativne banke, koji joj je isključivo služio za poslovne kontakte sa deviznom berzom i drugim bankama radi kupoprodaje deviza i žiralnog novca, i to u njeno ime i za njen račun. Nasuprot ovome, brokerska delatnost se obavljala u okviru organizovane brokerske institucije, koja je svoju finansijsko-posredničku delatnost obavljala samostalno, uticajno i nezavisno od bilo koga,

i to bez obzira što je tu delatnost uglavnom obavljala u tuđe ime i za tuđ račun. Međutim, brokerska delatnosti u odnosu na dilersku delatnost bila je bogatija asortimanom, jeftinija cenom, efikasnija u realizaciji, transparentnija, više javna i objektivna, a manje bilateralna i usko regionalna.

b) Diler, kao sinonim dilerske profesije, u konzervativnoj etapi razvoja, u potpunosti se razlikovao od brokera u pogledu odgovornosti preuzimanja i kontroli poslovnog rizika i u pravu na rad sa otvorenom, kratkom ili dugom trgovačkom pozicijom. Ove razlike su najbolje vidljive iz sledećih osnovnih karakteristika ovih profesija. Diler, koji u pravnom prometu sa trećim licima nastupa isključivo u svoje ime i za svoj račun, zaključuje trgovački posao uz izričitu sopstvenu moralnu i materijalnu odgovornost preuzimajući na sebe svaku vrstu poslovnog rizika. On znači kupcu garantuje za sve obaveze koje ima prodavac, a prodavcu za sve obaveze koje ima kupac. Naime, on preuzima na sebe svaku vrstu kupčevog ili prodavčevog rizika, bez obzira da li kupuje za sebe ili radi kasnije prodaje, ili da li prodaje zbog sebe ili zbog kasnije kupovine. Nasuprot tome, broker zaključujući posrednički trgovački posao, ima prema kupcu i prodavcu samo moralnu odgovornost. Zaključujući komisiono-posrednički kupoprodajni ugovor, on ima moralnu i delimičnu materijalnu odgovornost, a samo kod komisijonog trgovačkog posla on ima moralnu i materijalnu odgovornost. Prema tome, broker u slučaju čistog posredničkog posla ni kupcu ni prodavcu ne garantuje ništa i oslobođen je svake vrste poslovnog rizika, osim u slučaju namerne nepažnje. U slučaju komisijonog posla, broker jemči kupcu samo za prodavca i obrnuto, preuzimajući na sebe, osim moralne, delimično i materijalnu odgovornost. Vršeći komisijoni posao, broker prodavcu ne saopštava ime kupca, niti će to ikada učiniti, uprkos činjenici što prodavac pretpostavlja ili zna da to broker ne kupuje za sebe, već za kasniju prodaju, i obrnuto. Zaključujući komisijoni kupoprodajni ugovor, broker istupa u svoje ime ali za tuđ račun, tako da prema klijentu preuzima punu moralnu i materijalnu odgovornost, kao i svaku vrstu poslovnog rizika. Broker je lično obavezan da klijentu izvrši i ispuni sva prava iz kupoprodajnog ugovora u ime i za račun drugog partnera, bez obzira na njegove poznate pretpostavke i znanja. Diler, preuzimajući svaku vrstu odgovornosti prema klijentu, preuzima na sebe i svaku vrstu poslovnog rizika, koji nastupi iz tog kupoprodajnog ugovora, ali istovremeno on, zahvaljujući svojoj specifičnoj i povoljnoj ulozi, stiče i ima mogućnost da se samostalno i nezavisno od volje klijenta osigura od svake vrste poslovnog rizika. Tu mogućnost broker, opet zbog svojih specifičnosti, nema, niti je može steći. Na kraju, diler u konzervativnoj fazi razvoja, poseduje u sopstvenom vlasništvu značajna novčana sredstva sa kojima trguje, što mu omogućava da u toj trgovini koristi najpovoljnije uslove, a naročito cenu. To znači da, kada kupi ne prodaje odmah, već to čini kasnije, čekajući porast cene, a kada prodaje, ne kupuje odmah već kasnije, čekajući pad cene. Trgujući tako, diler je u mogućnosti i ima legalno pravo da ima tzv. "otvorenu trgovačku poziciju", koja može biti duga, kada ima prodaju ili kratka, kada ima kupovinu. Sve te mogućnosti brokeru nisu stajale na raspolaganju, zbog čega je on na finansijskom tržištu bio u podređenom položaju, a time i njegova uloga na tom tržištu je bila manje značajna.

c) Osim ovih najvažnijih, konzervativna etapa razvoja dilersko-brokerske delatnosti i profesije, ima i veliki broj drugih karakteristika, kao što su sledeće: 1) Dilersko-brokerski poslovi su regionalizovani, pa samim tim vezani su za lokalno finansijsko tržište, što ih čini pojedinačnim i tržišno netransparentnim; 2) Dilersko-brokerska trgovina se odvija i zasniva na konzervativnim principima, što znači da se ne trguje tržišnim finansijskim standardima, već rinfuzom, ne ugovara se objektivna tržišna cena, već aktuelna lokalna cena, a svi dispariteti između lokalnih cena otklanjaju se tržišnom arbitražom; 3) Dilersko-brokerski poslovi se smatraju poslovnom tajnom i prekriveni su velom posebne poverljivosti; 4) Zaključivanje i realizacija dilersko-brokerskih poslova vrši se putem pregovaranja i traje satima, danima, a u nekim

slučajevima i mesecima, tako da u ovim poslovima, osim prostorne, tj. regionalne, postoji i velika vremenska distanca između početka i završetka poslovne transakcije; 5) U ovim poslovima poslovni rizik se utvrđuje na konzervativan, tj. netržišni način, što ove poslove čini izuzetno skupim, a način na koji se obavljaju neefikasnim; 6) U ovoj fazi razvoja, organizacija i tehnologija dilersko-brokerskog rada je krajnje konzervativna, što se naročito odnosi na tehnološki proces rada i tehnološku opremljenost, koja je bila na vrlo niskom nivou (osnovno i jedino pouzdano telekomunikaciono sredstvo bio je u prvo vreme telegraf, a kasnije mehanografski teleks); 7) Osim arbitraže između lokalnih tržišta, ne postoji nikakav drugi impuls konkurentnosti, što ovoj delatnosti, koja čini jedinstvenu i nerazdvojnu celinu sa bankarskom delatnošću, daje monopolski karakter; 8) Obavljanje dilersko-brokerskih poslova, sa aspekta odlučivanja i informisanja, bilo je bazirano na potpunoj centralizaciji poslovnog odlučivanja i potpunoj decentralizaciji poslovnih informacija; 9) U ovoj fazi brokerska delatnost bila je isključivo rezultat nerazvijenosti i nepokrivenosti finansijskog tržišta dilerskom delatnošću, kao i potrebom većeg broja malih banaka za njihov nastup na finansijskom tržištu, itd. Sa tim i takvim karakteristikama i shvatanjima, konzervativna etapa razvoja dilersko-brokerske delatnosti i profesije dominirala je u svetskim finansijama preko dva veka.

**Savremena-tržišna etapa** razvoja dilersko-brokerske delatnosti započinje početkom 60-ih godina XX veka, zahvaljujući, pre svega, transformaciji konzervativnog bankarstva u savremeno industrijsko bankarstvo. Ova etapa predstavljala veliki tržišni napredak u odnosu na prethodnu etapu razvoja i predstavlja veliki doprinos razvoju, globalizaciji i internacionalizaciji finansijskog tržišta. Osnovne karakteristike ove etape su sledeće:

a) Intenzivni razvoj ekonomije, zasnovan na dominaciji tržišnih zakonitosti i raciju troškova, kao i proces administrativno-državne deregulacije i liberalizacije ekonomskih tokova, imao je za rezultat eliminaciju ekonomskih lokalizama, pa time i razbijanje zatvorenosti, u prvoj fazi lokalnih, a zatim i regionalnih tržišta. Svoju tržišnu kulminaciju, ovaj proces je dostigao početkom 90-ih godina XX veka, artikulišući svoj primarni interes na nivou nacionalne ekonomije i nadnacionalnog tržišta. Kao prirodna i logična ekonomsko-tržišna posledica ovog procesa, stvorena je dilersko-brokerska delatnost, koja nema više lokalni i regionalni karakter, već se isključivo odvija na području celovitog nacionalnog finansijskog tržišta. To dalje ima za posledicu eliminaciju svih onih negativnosti sa kojima je ova delatnost živela i radila u konzervativnoj fazi svog razvoja, a pre svega, onih negativnosti, koje su proizilazile iz tržišnih lokalizama, monopolizma i netržišnog ponašanja.

b) Brokerska delatnost u novim uslovima, u formalno-pravnom i materijalnom, kao i u organizaciono-tehnološkom i funkcionalnom pogledu, značajno se izjednačava sa dilerskom delatnošću, a u nekim slučajevima, zbog svoje poslovne vitalnosti i efikasnosti, postaje joj i osnovni i najveći konkurent. Zahvaljujući toj novonastaloj situaciji dilerska delatnost, kao sastavni deo bankarske delatnosti, doživljava radikalne i pozitivne promene. Diling postaje najvažniji organizacioni deo banke, poslovno nadređen i profesionalno, proizvodno i razvojno dominantan nad svim drugim delovima savremene banke. Naime, on gazduje celokupnom imovinom banke. Saglasno tome, on u mnogim zemljama sveta menja i svoj naziv, pa se tako u američkim i engleskim bankama označava, ne više kao odeljenje, sektor ili direkcija, već kao trezor banke. Ovakav razvoj dilerske delatnosti imao je za posledicu još jači i intenzivniji razvoj brokerske delatnosti, posebno na području konkurentskih prednosti, efikasnosti, organizacije rada, tehnološke opremljenosti i cene usluga.

c) Konkurencija, demonopolizacija, deregulacija i ekonomija troškova imaju za posledicu sasvim drugačije definisanje mesta i uloge prava i odgovornosti dilera i brokera. Broker u novim uslovima postaje sve više diler, a diler sve više broker. Počinje intenzivno

da se razvija proces poistovećivanja njihove profesije i to baš na onom području na kome je bilo najvećih razlika, tj. na području odgovornosti prema klijentu u vezi preuzimanja i kontrole poslovnog rizika i u vezi rada sa otvorenom pozicijom. Ovakva zbivanja na području dilersko-brokerske delatnosti uslovile su sledeće činjenice: 1) U novim tržišnim uslovima konzervativan način utvrđivanja stepena poslovnog rizika klijenta, koji se sastojao u višegodišnjem analitičkom radu i istraživanju na stotina hiljada eksperata, zamenjen je tržišnom valorizacijom bankarskog proizvoda, kao postupka kojim se stepen poslovnog rizika klijenta utvrđuje u roku od tri minuta. To ne znači da je prestala svaka dalja potreba za stručnim i analitičkim praćenjem boniteta i poslovnih rezultata klijenata na tradicionalan način. Naprotiv, i u novim uslovima, poslovno-zdravstveno stanje klijenta je od velike važnosti za međusobne interese i razvoj poverenja. Međutim, ovaj oblik istraživanja na području kontrole i ocene poslovnog rizika u savremenim uslovima ima sekundarni značaj; 2) U ovom periodu iz osnova je promenjen i čitav mehanizam zaštite od eventualnog rizika, u tom smislu što je konzervativan način zamenjen savremenim tržišnim postupkom obezbeđenja od rizika putem promptnih i terminskih operacija na finansijskom tržištu. Umesto protesta i sudskog postupka naplate garancije, akceptnog naloga, hipoteke, zaloge i sl., potraživanje se pre njegovog dospeća od strane dilera ili brokera promptno prodaje ili terminski hedžinguje;<sup>135</sup> 3) Deregulacijom, konkurencijom cena i većom efikasnošću u radu broker je u novim uslovima došao “*de facto i de jure*” u situaciju da klijentu na području poslovne odgovornosti, ponudi iste instrumente i način osiguranja od rizika, koje mu može ponuditi i diler. Zahvaljujući novom tržišnom mehanizmu osiguranja od rizika, obavezi polaganja garantnog depozita i klirinških premija, pravu na davanje avala klijentu, povećanoj ulozi market mejkera, pravu na otvorenu trgovačku poziciju i pravu na formiranje i trgovinu sopstvenim portfeljom, broker je praktično, formalno i suštinski, izjednačen sa dilerom. Sve ovo je najviše koristilo dileru, koji je u novim uslovima dobio posebno važno mesto i ulogu, posebna prava i odgovornosti i posebnu kauzalnu vezu između svog uspeha i uspeha cele banke. Ako se svemu ovome doda ista, a u nekim slučajevima i bolja tehnološka opremljenost dilera i brokera od opremljenosti samih banaka, onda postaje sasvim jasno zašto se dileri i brokeri u savremenim uslovima smatraju osnovnim oružjem u borbi protiv bankarskog monopola u oblasti bankarskih kredita i depozita.

d) Pored ovih primarnih, savremena etapa razvoja dilersko-brokerske delatnosti ima i čitav niz drugih karakteristika, kao što su: 1) Dilersko-brokerski poslovi nemaju lokalno-regionalni karakter, već se obavljaju na celovitom nacionalnom finansijskom tržištu; 2) Dilersko-brokerska trgovina se odvija isključivo prema tržišnim finansijskim standardima i po objektivnim tržišnim cenama; 3) Zaključivanje dilersko-brokerskih poslova nije nikakva poslovna tajna, ne traje satima, nema prostorne i vremenske distance između početka i kraja posla, već se sve to radi javno, za 10-30 sekundi i bez potrebe za bilo kakvom arbitražom; 4) Organizacija i tehnologija dilersko-brokerskog rada, a naročito komunikaciono-informativni proces i tehnološka operativnost, su potpuno automatizovani i elektronski; 5) Diler u svom poslu postaje mnogo samostalniji i nezavisniji od banke, tako da se obaveze koje ima prema banci iskazuju u zabrani obavljanja minusnih poslova i u zabrani trgovine van granica trgovačkih limita; 6) Dilerska i brokerska delatnost su formalno i suštinski izjednačene i jedina razlika između njih nalazi se u načinu kontrole rizika i obračuna cene ( dilerska cena je razlika između kupovne i prodajne cene, a brokerska je visina provizije), kao i u evidentiranju kupoprodajnog prometa (kod dilera se

---

<sup>135</sup> Terminski hedžing znači da npr. kod hipotekarnog kredita, kada klijent nije u mogućnosti da na vreme vrati kredit, diler ili broker neće pristupiti prodaji objekta nad kojim je izdata hipoteka, već će jednostavno hipoteku prodati trgovačkoj firmi, koja se bavi trgovinom nekretnina po ceni, koja je na nivou ostatka duga + dilersko-brokerski troškovi.

promet evidentira na njegovom žiro-računu, a kod brokera ne); 7) Obavljanje dilersko-brokerskih poslova bazira se na potpunoj tržišnoj decentralizaciji poslovnog odlučivanja i potpunoj centralizaciji poslovnih informacija. I pored svih pozitivnih karakteristika i postignutih rezultata, etapa ravoja savremene dilersko-brokerske delatnosti je već polovinom 90-ih godina u najrazvijenijim tržišnim ekonomijama, doživela svoju transformaciju u pogledu integracije, globalizacije i sofisticacije.

**Inženjering-sofisticirana etapa** razvoja dilersko-brokerske delatnosti logična je posledica transformacije tržišne privrede, koja je izazvana tehnološkom revolucijom i maksimizacijom profita, a pre svega, posledica je transformacije savremenog industrijskog bankarstva u sofisticirano-inženjering i reinženjering bankarstvo. Naime, ekonomsko-finansijski proces integracije i globalizacije nacionalnih robnih i finansijskih tržišta kao i povećanje konkurencije na tim tržištima, nametnuli su menadžmentu savremene banke potrebu za stalnim sniženjem cene koštanja proizvoda, na jednoj strani i stalnim inženjersko-tehnološkim inovacijama proizvodnje i plasmana tih proizvoda na drugoj strani. U tom smislu, menadžment banke je imao obavezu stalnog tržišnog prestrukturiranja i prilagođavanja banke u cilju njenog opstanka, održanja i poboljšanja njene tržišne pozicije i konkurentne prednosti. Međutim, treba istaći da ovo nije jednokratna mera i inovacija, već da je to trajni proces bez koga je nezamislivo funkcionisanje i postojanje jedne savremene banke. Ovaj proces praktično je primorao menadžment da svoju, inače uspešnu banku, transformišu u banku budućnosti, koja će svoju osnovnu delatnost - proizvodnju i plasman bankarskih proizvoda - obavljati na poslovnim osnovama inženjeringa i reinženjeringa, tj. na osnovu sofisticiranih programa rada i elektronske poslovne telekomunikacije. Inženjering-sofisticirana etapa razvoja dilersko-brokerske delatnosti predstavlja ogroman korak napred u tehnološku revoluciju i veliki doprinos internacionalizaciji finansijske trgovine. Suštinske karakteristike ove etape su sledeće:

a) Nadnacionalna deregulacija, tržišna globalizacija i standardizacija, kao i sofisticacija tehnološkog procesa rada i stvaralaštva imali su za posledicu tržišno otvaranje nacionalnog ekonomskog prostora i eliminaciju nacionalnih netržišnih ograničenja. Kao prirodni i logični nastavak tog procesa, bio je nužan i proces transformacije savremene dilersko-brokerske delatnosti, koja se u novim uslovima odvija na celovitom prostoru zemljine kugle. Ona nema više nacionalni, već internacionalni karakter i svoje konkurentne poslove obavlja na svim nadnacionalnim i globalizovanim finansijskim tržištima. To dalje ima za posledicu eliminaciju svih onih negativnosti sa kojima se ova delatnost suočavala u prethodnoj fazi razvoja.

b) Tržišna mogućnost osiguranja od svake vrste poslovnog rizika, mogućnost njegove disperzije na celovitom internacionalnom finansijskom tržištu, potpuna sofisticacija tehnološkog procesa, digitalna telekomunikacija i javnost u radu omogućili su sjedinjavanje dilersko-brokerske delatnosti i profesije. Na taj način su stvorene objektivne mogućnosti da diler istovremeno bude i u ulozi brokera, a da broker bude u ulozi dilera. Prema tome, da li će jedna trgovinska transakcija imati karakter dilerske ili brokerske trgovine, zavisi isključivo od želje klijenta i od mogućnosti diler-brokera da tu transakciju obavi unutar slobodnog limita, tj. mogućnost da diler-broker tom transakcijom zatvori svoju poziciju.

c) Inženjering-sofisticirana faza razvoja dilersko-brokerske delatnosti, pored ovih, ima i čitav niz drugih karakteristika od kojih su najvažnije sledeće: 1) Dilersko-brokerska finansijska trgovina se odvija isključivo sa standardizovanim finansijskim proizvodima sa kojima se promptno trguje na bilo kom internacionalnom promptnom tržištu i standardizovanim finansijskim derivatima sa kojima se terminski trguje na bilo kom internacionalnom terminskom tržištu; 2) U trgovini standardizovanim finansijskim proizvodima diler-broker se služi isključivo standardizovanim informacijama, a pre svega,



standardnom cenom, što ovu vrstu trgovine po prvi put čini regularnom i regulisanom; 3) Radno mesto diler-brokera je potpuno tehnološki opremljeno, a poslovne transakcije i njihova evidencija, kontrola i izvršenje su sofisticirani, svaki poslovni rizik se tržišno valorizuje i hendžinguje, poslovna komunikacija je javna i multilaterarna (90 - 100 ljudi razgovara međusobno istovremeno), a diler-brokerska delatnost je internacionalizovana i globalizovana, itd.

Kao što vidimo, sve ove faze rada i razvoja dilersko-brokerske delatnosti bile su značajno kongruentne i po karakteristikama slične sa etapama razvoja poslovnog bankarstva. Međutim, sa razvojem finansijskog tržišta karakteristike ove delatnosti su, iz etepe u etapu, bivale sve udaljenije od karakteristika bankarske delatnosti. Kulminacija te različitosti postignuta je u trećoj etapi razvoja, u okviru koje su ove dve delatnosti postale međusobno konkurentne. U ovoj etapi dilersko-brokerskom delatnošću eliminiše se konzervativizam i monopolizam na kreditnom i depozitnom segmentu finansijskog tržišta.

Dilersko-brokerski institucionalno organizovani berzanski poslovni posrednik, koji je danas u svetu najčešće pojava, predstavlja jedinstvo svih pozitivnih karakteristika i principa dilera i brokera, s jedne strane, i eliminaciju svih negativnih principa jedne i druge vrste organizovanja berzanskih posrednika, s druge strane. U ulozi specijalizovane berzanske institucije, kao posrednika, dilerskog i/ili brokerskog karaktera mogu se pojaviti:

- žiro-firme, kao specijalizovani posrednici u trgovini žiro-novcem, tj. depozitima i zajmom, tj. kreditima;
- eskontne firme, kao posrednici u trgovini eskontnim materijalom;
- lombardne firme, kao posrednici u trgovini lombardnim materijalom;
- diskontne i otkupne firme, kao posrednici u trgovini kratkoročnim hartijama od vrednosti;
- valutne firme i menjačnice, kao posrednici u trgovini stranim efektivnim novcem, monetarnim zlatom i drugim plemenitim metalima, koji imaju svojstvo deviznih efektivnih rezervi;
- devizne otkupne firme, kao posrednici u trgovini devizama, deviznim hartijama od vrednosti kao i deviznim potraživanjima i dugovanjima;
- hipotekarne i otkupne firme, kao posrednici u trgovini hipotekama i hipotekarnim založnicama;
- založne firme, zalagaonice, kao posrednici u trgovini zalogom i založnim pravima;
- investiciono-zajmovne firme, kao posrednici u trgovini dugoročnim depozitima, kapitalnim učešćima i investicionim zajmovima;
- specijalizovane firme za preuzimanje i plasman emisije i preprodaju efekata, kao posrednici u trgovini dogoročnih hartija, prevashodno akcija i obveznica;
- specijalizovane firme za terminsku trgovinu, kao posrednici u trgovini derivatima, a pre svega u trgovini sa svim vrstama fjučersa, opcija i svopova, itd.

Sve ove firme osnovane kao samostalna pravna lica ili kao organizacioni deo banke ili fonda mogu biti poslovno-funkcionalno organizovane kao:

- specijalizovani berzanski posrednicu, u kom slučaju imaju licencu za obavljanje samo jedne vrste berzanske trgovine,
- mešoviti berzanski posrednici, u kom slučaju imaju licencu za obavljanje dve ili više (ali ne sve) vrste berzanske trgovine i
- univerzalni berzanski posrednici, u kom slučaju imaju licencu za obavljanje svih vrsta berzanske trgovine.

U svim tržišnim privredama, pravo jednog lica na posredovanje u trgovini na finansijskom tržištu, zbog njegove važnosti i značaja za razvoj celokupne nacionalne ekonomije, se stiče, koristi i gubi pod tačno utvrđenim uslovima i pravilima ponašanja. To pretpostavlja i stroga pravila kontrole rada berzanskih posrednika, sa unapred poznatim

konsekvencama za svako odstupanje od pravila. Uslovi i način sticama i gubljenja dozvole za rad berzanskih posrednika u suštini su identični u svim zemljama tržišne privrede. Eventualne razlike odnose se na detalje formalne prirode.<sup>136</sup>

Pored navedene kontrole "ulaza" u profesiju i "izlaza" iz nje, zakonski tekstovi poznaju i kontrolu poslovanja berzanskih posrednika. Kontrolu vrši državni organ, koji je izdao dozvolu za rad, odnosno drugi državni organ. Kontrola se posebno odnosi na poštovanje zakonskih odredbi vezanih za trgovinu hartijama, tj. profesionalna pravila trgovine. Poslednjih godina, kontrola se prenosi na profesionalne organizacije berzanskih posrednika, sa različitim stepenom javnih ovlašćenja, kada je reč o mogućnosti izricanja pravila ponašanja, odnosno sankcija članovima. Profesionalne organizacije, poznate pod nazivom samoregulišuće ili samoupravne organizacije moraju, npr. u SAD, biti sposobne da efikasno nametnu članu-berzanskom posredniku ponašanje u skladu sa zakonom.<sup>137</sup> Veoma važne odredbe vezane za nadzor nad poslovanjem berzanskih posrednika, su sprečavanje zloupotrebe tzv. povlašćene informacije i poštovanje etičkog kodeksa. One su zamenile procedure zakletve berzanskih posrednika, koje su bile ranije prisutne.

Povlašćena (*Insider*) informacija je poznavanje okolnosti koje još nisu javno objavljene, a koje mogu uticati na cenu određenih hartija od vrednosti.<sup>138</sup> Takva informacija uključuje saznanje činjenica vezanih za promene u isplati dividende, za prihode ili likvidnost izdavaoca finansijskog instrumenta, kao i predložene mere vezane za povećanje, tj. smanjenje kapitala, statusne promene, značajnije poslovne aranžmane i drugo. Osobe koje mogu doći u posed povlašćenih informacija su: ovlašćena lica i članovi nadzornih odbora preduzeća i filijala, akcionari koji poseduju više od 25% akcija preduzeća, zaposleni koji po prirodi posla mogu saznati povlašćenu informaciju, nalogoprincipi koji u vršenju naloga dolaze u posed ovih informacija (berzanski posrednici), banke i članovi njihovih upravljačkih tela. U engleskom zakonodavstvu, korisnik povlašćene informacije je i javni službenik, tj. član samoupravne organizacije članova berze.<sup>139</sup> Korišćenje povlašćene informacije suprotno pravilima povlači sa sobom, po sprovedenoj posebnoj proceduri, sankcije koje se, npr. u Nemačkoj praksi, sastoje u nadoknadi štete odnosno izgubljene dobiti oštećenoj firmi. Isti princip važi i u američkom zakonodavstvu, s tim što berzanski posrednici, koji povrede bilo koju odredbu zakona, koji se odnose na hartije od vrednosti i njihovu trgovinu, mogu biti isključeni iz članstva asocijacije diler i brokera, što praktično povlači za sobom i ukidanje dozvole za rad.

Formulisanje etičkog kodeksa za berzanske posrednike ima za cilj obezbeđenje nepristrasnosti u trgovini, poštovanje pravila tržišta i savesnog i profesionalnog obavljanja poslova. Postojanje etičkog kodeksa, naravno, ne ukida obavezu berzanskih posrednika da posluju u skladu sa zakonom, tj. da poštuju zakonska organičenja u svojoj delatnosti. Ova načela ne ukidaju ni obavezu berzanskih posrednika da nadoknade štetu davaocu naloga za neizvršeni nalog.

Francusko zakonodavstvo etička pravila poslovanja berzanskih posrednika poznaje pod nazivom pravila deontologije. Berzanskim posrednicima propisuje se obaveza da udovolje očekivanjima klijenata u pogledu jasne, brze i kompletne informacije o poslovima koje preuzimaju za njihov račun, kao i da ih upoznaju sa rizicima koji su inherentni tim poslovima.

U tom smislu etička pravila regulišu sledeća ponašanja:

---

<sup>136</sup> Života Ristić, Dileri i brokera, tržišni materijal i standard na savremenom finansijskom tržištu, III Miločersko savetovanje - Finansijska tržišta Jugoslavije-ograničenja i mogućnosti, SES, Beograd, 1995., str. 102

<sup>137</sup> Compilation of Securities Law, US Congress, GPO, Washington (Securities Act, Securities Exchange Act) Sect. 15a

<sup>138</sup> Federation of the German Stock Exchange, Insider Rules, čl. 2, Frankfurt, 1990.

<sup>139</sup> Financial Services Act, HMSO, London, 1989., par. 173

- obezbeđivanje tačne, jasne i adekvatne informacije,
- zabranu korišćenja povlašćenih-insajder informacija,
- pridržavanje pravila dobrih običaja pri obavljanju marketinških aktivnosti,
- zaštita prava manjinskih akcionara u slučaju transfera vlasništva kompanije,
- posrednici moraju pružati najbolje moguće uslove klijentima u izvršavanju njihovih naloga,
- zabranjen je konflikt sopstvenih i interesa klijenata u izvršavanju naloga,
- posrednici su dužni da poštuju tajnost naloga,
- zabranjeno je uticanje na cenu hartija nepoštenim sredstvima,
- zabranjeno je dovođenje bilo kog klijenta u povlašćeni položaj, itd.

Iz navedenih rešenja se vidi da regulisanje ponašanja berzanskih posrednika, ali i drugih subjekata finansijskog tržišta, putem propisivanja etičkih pravila, može biti realizovano na različite načine, ali uvek u cilju obezbeđivanja transparentnosti trgovine i zaštite interesa investitora.

### 2.1.7. Značaj ostalih učesnika na finansijskom tržištu

Kao institucionalizovano tržište kapitala, *berza efekata* u ulozi učesnika na tom tržištu ima za cilj da nakon dnevne koncentracije ponude i tražnje za kapitalom na jednom mestu, omogući:

- razmenu ponude sa tražnjom na maksimalno mogućem kvalitativnom i kvantitativnom nivou,
- utvrđivanje tržišne vrednosti efekata, a time i realne vrednosti ukupne imovine i nacionalnog bogatstva i
- stabilnost tržišnih uslova i odnosa u transakcijama sa kapitalom.

Samo ime "berza" je u delima raznih autora različito interpretirano. Prema nekim autorima reč "berza" potiče od francuske reči "bourse", što znači mesto gde su se sastajali trgovci još početkom XV veka, prema drugima od italijanske reči "borsa", što znači kesu ili novčanik, prema trećima od grčke reči "byrsa", što znači oderana koža. Prema nekima ova reč vodi poreklo od reči "van der burse", što znači ime jedne bogate porodice iz Briža, ispred čije kuće se u srednjem veku nalazila jedna od prvih berzi. Profesor Radojičić smatra da reč "berza" ima više različitih značenja, ali najvažnija su tri:<sup>140</sup>

- njom se, pre svega, označavaju skupovi koje drže trgovci i trgovački posrednici radi zaključenja trgovačkih poslova,
- njom se, dalje, označava i sama zgrada u kojoj se drže takvi skupovi i
- njom se, najzad označava i zbir sviju onih berzanskih poslova, koji su zaključeni na jednom berzanskom sastanku.

Međutim, ono što je jedinstveno kod svih autora je činjenica da su prve organizovane berze nastale sredinom XVI veka u Londonu pod nazivom "Royal Exchange", koja je osnovana 1566.godine (današnja LSE-The London Stock Exchange) i u Parizu pod nazivom "Bourse de valeurs", koja je osnovana 1563.godine.

Berza predstavlja organizovani prostor na kome se obavlja kupovina i prodaja određene vrste robe. Kao predmet kupoprodaje na berzama mogu se javiti novac, devize, hartije od vrednosti i roba. Sa stanovišta predmeta poslovanje sve berze se mogu podeliti na: efektne, novčane, devizne i robne, tj. produktne berze.

**Efektne berze** predstavljaju deo finansijskog tržišta na kome se nudi i traži finansijski kapital. Naime, one predstavljaju moderno organizovan tržišni mehanizam, institucije opremljene savremenim sistemom za komuniciranje, čije informacije o kretanju

<sup>140</sup> Spasoje Radojičić, Osnovi trgovačkog prava, Beograd, 1926., str. 158

kurseva efekata imaju prvorazredan značaj za vođenje poslovne politike svih subjekata, ali i za vođenje makroekonomske politike. Stabilnost kretanja na ovoj berzi osnova je stabilnosti celokupne ekonomije, i obrnuto. Kontinuitet berze efekata je neophodan radi očuvanja likvidnosti hartija, bez koje bi se teško mogla privući slobodna sredstva investitora. Zahvaljujući ovoj funkciji vlasnici portfelja hartija vrlo brzo mogu da menjaju smer i strukturu svoje imovine, uz ostvarenje određenih dobitaka ili gubitaka u zavisnosti od cena efekata na tržištu, kada se vrši njihova kupovina ili prodaja. Efektne berze mogu biti: a) *terminske berze*, na kojima se vrše transakcije hartijama od vrednosti u kojima se obaveze ne izvršavaju odmah, ili neposredno nakon zaključenja ugovora, već u nekom unapred utvrđenom budućem periodu i b) *promptne berze efekata*, na kojima se dnevno, tj. odmah ugovaraju poslovi i izvršavaju transakcije.

Učesnici na berzi efekata su profesionalna lica, koja se bave trgovinom efekata. To mogu biti samo ona lica koja imaju dozvolu od strane nadležnog berzanskog organa. Saglasno različitim organizacionim tipovima berze efekata različiti su i učesnici. U dosadašnjoj praksi iskristalisana su tri osnovna tipa berze efekata, i to:

***Berza efekata anglo-saksonskog tipa***, koja predstavlja privatnu instituciju osnovanu kao akcionarsko društvo. Vrlo su konzervativne sa stanovišta proširivanja članova, berzanske regulative i načina poslovanja, upravljanja i kontrole. Uticaj države i njenih organa je beznačajan. Banke i drugi finansijski posrednici ne mogu ni pod kakvim uslovima biti članovi berze. Broj članova berze je unapred utvrđen i novi članovi se primaju samo na slobodna mesta putem kooptiranja. Organi rukovođenja i upravljanja se imenuju saglasno principima akcionarskih društava. Najznačajniji predstavnici ovog tipa berze su: Njujorška berza sa 1375 članova, Londonska berza sa 1250 članova i Tokijska berza sa 1136 članova. Međutim, poslednjih godina prisutni su nagoveštaji da će doći do liberalizacije u pogledu broja i prijema novih članova.

***Berza efekata kontinentalnog tipa*** ili kako se još naziva i francuski tip berze je javno-pravnog karaktera. Osniva se na osnovu posebnih zakona. U upravljanju i rukovođenju ovim berzama značajno mesto pripada državi i njenim organima. Broj članova berze nije fiksna i njega utvrđuje država. Članove berze imenuje i postavlja, takođe, država. Zajednička karakteristika ovog i prethodnog tipa berze je da banke ne mogu biti članovi berze. Tipični predstavnici ovog tipa berze su: Pariska berza, berze u Italiji, Belgiji, Španiji, itd.

***Berze efekata mešovitog tipa*** predstavljaju mešavinu anglo-saksonskog i kontinentalnog tipa berze. Ove berze osniva država, ali se u ulozi njenih članova mogu javiti samo banke i druge finansijske organizacije. Broj članova nije ograničen, a prijem novih članova vrše banke. Ove berze nisu zasnovane na profitnoj osnovi, jer se svi troškovi berze alimentiraju u formi kotizacije od njenih članova. Najznačajniji predstavnici su: Frankfurtska berza, Ciriška berza i Berza u Beču.

**Novčane berze** predstavljaju takve finansijske organizacije koje na tržištu novca obavljaju kupovinu i prodaju za račun svojih članova. Ponuda i tražnja su koncentrisane na jednom mestu i u isto vreme, tako da je utvrđivanje cene novca, tj. kamate efikasnije i brže nego na drugim tržištima. Na berzi novca vrši se kupoprodaja žiralnog, tj. depozitnog novca i kratkoročnih hartija od vrednosti.

**Devizne berze** su tržišta na kojima se trguje deviznim sredstvima. Na ovom tržištu dolazi do sučeljavanja ponude i tražnje za devizama, tako da se iz tog odnosa formira devizni kurs, kao cena strane valute izražena u domaćem novcu. Na deviznim berzama obavljaju se promptni i terminski poslovi

**Produktna ili robna berza** je tržište na kome se nude i traže razne vrste roba i usluga. Obično su specijalizovane, tako da se na njima trguje, ne svim vrstama roba, već tačno naznačenim robama (poljoprivredni proizvodi, metali, koža i krzno, itd.).

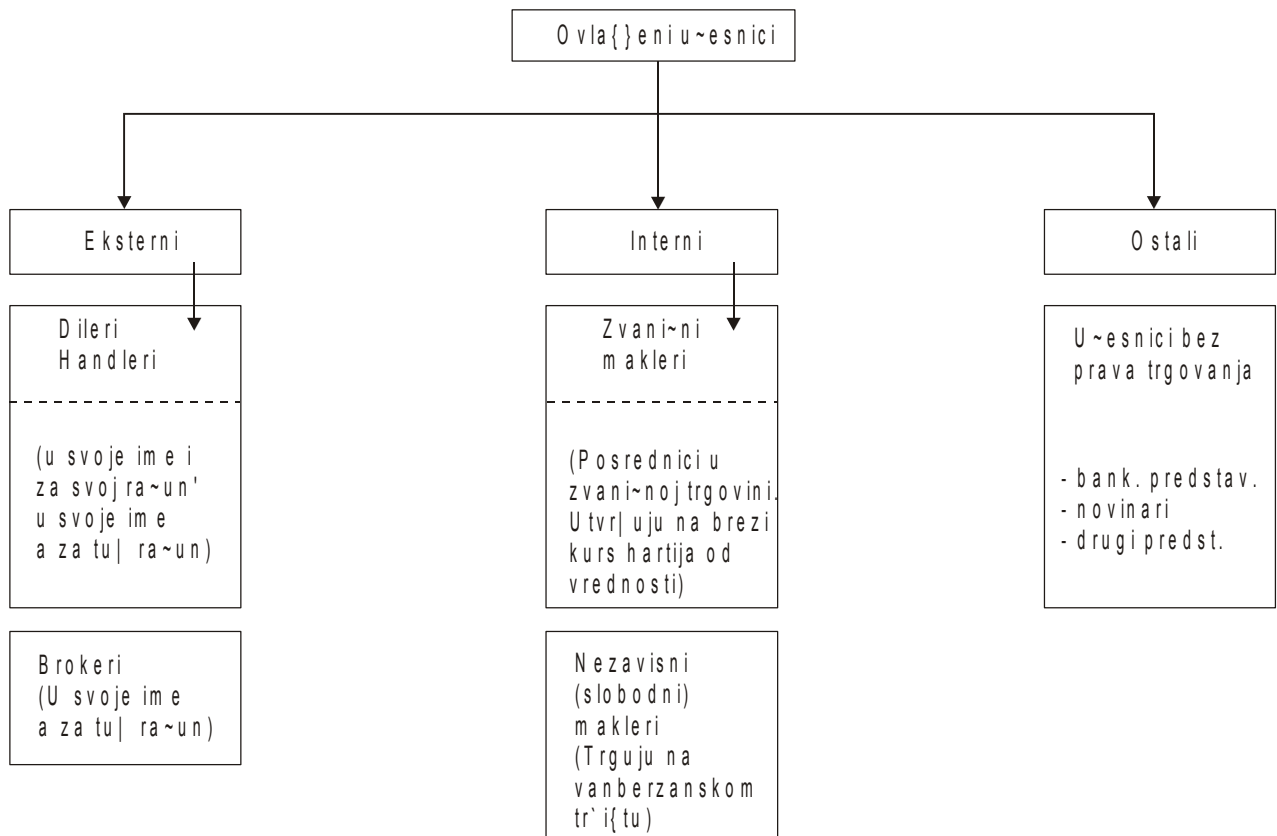
Saglasno različitim organizacionim tipovima berze efekata, različiti su i njihovi učesnici. Međutim, ono što je zajedničko za sve berze, bez obzira na njihov tip, je da sve učesnike možemo svrstati u tri osnovne grupe, i to:<sup>141</sup>

*Berzanske posrednike ili mešetare*, koji se na engleskom zovu brokeri, na nemačkom makleri ili senzali, a na francuskom courtieri, a svi zajedno čine grupu internih učesnika na berzi,

*Berzanske trgovce*, koji se u Americi zovu dilerima, u Engleskoj brokerima, tj. džoberima, a u Nemačkoj hendlerima, tako da oni čine grupu eksternih učesnika na berzi i

*Ostali učesnici na berzi efekata*, od kojih treba pomenuti bankarske i druge posrednike, ali bez ovlašćenja za trgovinu efektima, novinare i posetioce.

Ovu klasifikaciju učesnika na berzi efekata možemo shematski prikazati na sledeći način:



Shema 16: Učesnici na efektnoj berzi

Svi učesnici na berzi su uključeni u berzanske špekulacije. Berzanska špekulacija podrazumeva kao pretpostavku veliki broj učesnika na berzi, visok životni standard, veliki broj štedišta i preduzetnika. Dozirana i umerena špekulacija na berzi je normalna i potrebna, jer bi u suprotnom izostale berzanske transakcije, pa i poslovanje berze.

Uspešnost ili neuspešnost berze ogleda se u tome koliki je promet kapitala na njoj, kakva je stabilnost cena efekata i uopšte kakva je njena stabilnost. Naime, berza vrlo brzo reaguje na sve promene u privredi, društvu, politici. Ona je veoma osetljiva već i na same nagoveštaje mogućih događanja, čime reaguje promenama ponude, tražnje i cene efekata

<sup>141</sup> S. Komazec, Ž. Ristić, *Finansijska tržišta i berze - moderni finansijski menadžment*, Čigoja, Beograd, 1996., str.255

učesnika na berzi. Paralelno sa ovim treba pomenuti još neke faktore uspešnosti poslovanja berze, kao što su:

- strukturalna neuravnoteženost tržišta, koja je deo ponude i tražnje izvan berzanskog poslovanja,
- stepen slobode tržišta, odnosno visina, tj. broj ograničenja tržišnih zakonitosti,
- stepen racionalnog ponašanja preduzetnika i investitora,
- opšta finansijska situacija u zemlji,
- međusobna povezanost berzi,
- stabilnost i nestabilnost privrede (kretanje inflacije, deviznih kurseva, kamatnih stopa, profita, itd.).

Kao što se može videti na finansijskom tržištu se javlja veliki i heterogeni broj učesnika. Svaki od njih ima svoje mesto na njemu i svojim konkretnim akcijama doprinosi njegovom uspešnom funkcionisanju. Poseban prioritet ne treba davati nijednom od njih, jer tek njihovim zajedničkim delovanjem omogućava se nesmetano funkcionisanje finansijskog tržišta. U različitim fazama razvoja finansijskog tržišta, mesto i uloga pojedinih učesnika su različiti. U početnim fazama njegovog razvoja primarno mesto pripada državi, dok u kasnijim fazama razvoja u procesu deregulacije sve značajnije mesto zauzimaju ostali učesnici.

## ***2.2. Instrumenti finansijskog tržišta***

Za uspešno funkcionisanje finansijskog tržišta, pored adekvatne infrastrukture, neophodno je postojanje velikog broja atraktivnih hartija od vrednosti, tj. bogatog tržišnog materijala. Naime, jedino je bogat asortiman ponude hartija u stanju da zadovolji vrlo raznovrsne zahteve investitora. U savremenom privrednom životu pojam hartija od vrednosti ima različito značenje. U Zakonu o obligacionim odnosima, hartije od vrednosti su definisane na sledeći način: Hartija od vrednosti je pismena isprava kojom se njen izdavalac obavezuje da ispuni obavezu upisanu na toj ispravi njenom zakonitom imao. <sup>142</sup> Takođe, se hartija od vrednosti definiše kao pismeni dokument ili isprava koja onom ko je poseduje daje određeno pravo koje se može koristiti samo pod uslovom zakonskog vlasništva nad tom hartijom od vrednosti. <sup>143</sup>

Iz ovih definicija proizilazi da je hartija od vrednosti strogo formalni vrednosni dokument, koji mora da ispunjava određene uslove, i to:

- da je pismena isprava,
- da je u toj ispravi sadržano određeno imovinsko ili lično pravo i
- da je korišćenje i ostvarenje tog prava veoma jasno uslovljeno zakonskim vlasništvom-posedovanjem te hartije od vrednosti.

Drugim rečima, da bi jedan dokument imao svojstvo hartije od vrednosti, on mora biti izdat u pismenoj formi i u njemu mora biti inkorporirano pravo po osnovu dužničko-poverilačkih odnosa, koje se ne može ostvarivati, ni preneti na drugog bez same isprave. Pored inkorporacije prava, ova pismena isprava treba da poseduje sposobnost za promet, tj. negocijabilnost. Tek po ispunjenju ova dva osnovna uslova, pismena isprava stiče svojstva hartije od vrednosti.

Izdavanjem, tj. emisijom hartije nastaju jednostrani obligacioni poslovi, koje karakterišu lak način nastajanja, lak način prenošenja potraživanja, koja nastaju iz tih poslova i strogo propisane forme u kojima se javljaju.

---

<sup>142</sup> Zakon o obligacionim odnosima, čl.234., Sl. list SFRJ 29/78

<sup>143</sup> Života Ristić, Tržište kapitala-teorija i praksa, Privredni pregled, Beograd, 1990., str.47

Da bi se jedna pismena isprava mogla smatrati hartijom od vrednosti, pa s tim u vezi i vršila sve funkcije na finansijskom tržištu, neophodno je da u sebi, odnosno na svom blanketu ima sledeće bitne elemente:

- označenje vrste, odnosno naziv hartije od vrednosti,
- firmu, odnosno naziv i sedište, odnosno ime i prebivalište izdavaoca hartije od vrednosti,
- firmu, odnosno naziv ili ime lica na koje (odnosno po čijoj naredbi) hartija od vrednosti glasi, ili oznaku da hartija glasi na donosioca,
- tačno označenu obavezu izdavaoca, koja prizilazi iz hartije od vrednosti,
- mesto i datum izdavanja hartije, a kod onih koje se izdaju u seriji i njen serijski broj,
- potpis izdavaoca hartije, odnosno faksimil potpisa izdavaoca hartije ukoliko se izdaju u seriji.

Pored ovih bitnih elemenata, zakonskom regulativom konkretne nacionalne ekonomije za pojedine hartije mogu se odrediti i drugi bitni sastojci. Pismena isprava koja ne sadrži sve bitne elemente ne važi kao hartija od vrednosti u ekonomskoj i pravnoj stvarnosti.

U zemljama sa razvijenim finansijskim tržištima postoji mnoštvo različitih vrsta hartija od vrednosti. Sve one imaju izvesne zajedničke osobine na osnovu kojih se mogu svrstati u nekoliko osnovnih grupa. Svrstavanje i podelu svih tih hartija moguće je izvršiti na više načina i to: prema vrsti inkorporiranog prava, prema funkcijama hartija od vrednosti u privredi, prema vrsti prinosa, prema dospelosti, prema mestu plaćanja, prema valuti, prema izdavaocu, itd. Od svih kriterijuma po kojima se vrši klasifikacija hartija najvažniji su: način određivanja imaooca prava i priroda prava, koja je sadržana u nekoj hartiji.

*Prema načinu određivanja poverioca u ispravi*, hartija od vrednosti može da glasi: na ime (rekta hartija), na donosioca (po naredbi) i može da bude mešovita i alternativna, kada se, pored imena naznačenog na hartiji, unosi i klauzula “na donosioca”.

**Hartije od vrednosti na ime** predstavljaju ispravu u kojoj je, prilikom njenog izdavanja, tačno naznačeno ime lica ili naziv firme poverioca, odnosno vlasnika. Kod hartije od vrednosti, koja se po zakonu smatra hartijom po naredbi (menica), pored imena mora da stoji i klauzula “ne po naredbi”. Ova hartija ima ograničenu sposobnost cirkulacije zbog komplikovanosti prenosa prava, mogućnosti prigovora izdavaoca, potrebe dokazivanja osnova sticanja, i sl. Pravo iz hartije na ime prenosi se cesijom, tj. ustupanjem. Prenos tog prava tehnički se vrši ubeležavanjem firme, odnosno imena novog imaooca na samoj hartiji i potpisivanjem prenosiooca. Kod cesije hartije koja glasi na ime, dužnik ne može doći u nepovoljniji položaj zbog njenog prenosa na novog poverioca. On može u toku prenosa da stavi svoje primedbe starom poveriocu, ili novom imaoocu.

**Hartija od vrednosti po naredbi** je praktično novi oblik hartije, kojim se otklanjaju svi nedostaci izraženi kod hartije od vrednosti na ime. Šira robno-novčana razmena, kako u okvirima nacionalnih tržišta, tako i u međunarodnim razmerama, zahtevala je uprošćavanje postupka prenosa hartija, kao i veću sigurnost u smislu ograničenja mogućih prigovora izdavaoca hartije. Iz tih razloga, a u cilju daljeg razvoja međunarodne trgovine, javlja se nova vrsta hartija, tj. hartija po naredbi. Hartija po naredbi je isprava, kao i hartija na ime, s tom razlikom što je kod njenog emitovanja ugrađena dodatna klauzula “ili po naredbi”. Na ovaj način emitent hartije se obavezuje da će svoju obavezu plaćanja izvršiti licu naznačenom u hartiji ili bilo kom drugom licu na koga svoja prava iz hartije ono prenese. Pravo iz hartije po naredbi prenosi se indosamentom. Indosament je pismena izjava, tj. naredba na poleđini hartije ili na posebnom dodatku-alonžu, kojom imalac hartije-indosant, prenosi svoja prava iz hartije na drugo lice-indosatora. Klauzula “po naredbi” omogućava indosatoru da putem indosamenta postane

indosant, tj. da izvrši prenos prava na drugog poverioca. Uz uslov neprekidnog niza indosamenata, hartija po naredbi može da se prenosi neograničeno, sve do momenta izvršenja obaveze od strane njenog izdavaoca. Uvođenjem blanko indosamenta, gde se indosant potpisuje na poleđini hartije po naredbi, pojednostavljuje se postupak prenosa hartije, čime se ova vrsta hartija približava hartiji na donosioca.

**Hartija od vrednosti na donosioca** je pismena isprava koja, pored drugih bitnih karakteristika i sastojaka, sadrži u sebi označenje da se radi o hartiji na donosioca. Ova hartija se odlikuje velikom sposobnošću cirkulacije. Pravo iz nje prenosi se prostom predajom "iz ruke u ruku". Kod ove hartije važi pravilo da pravo iz hartije proizilazi iz prava na hartiju. Negativna strana ove hartije je u njenoj velikoj prometnoj nesigurnosti. S jedne strane, izvršenje obaveze može se tražiti samo od izdavaoca hartije na donosioca, jer su ostala lica, koja su učestvovala u njenom prometu nepoznata. S druge strane, gotovo je nemoguće zakonitom imaocu da ostvari pravo iz hartije na donosioca, ako iz bilo kog razloga dođe do njenog gubitka, uništenja ili krađe. Ove hartije se emituju u ogromnim količinama i u različitim apoenima (obveznice, akcije, itd.), pa je njihovo evidentiranje po nekim serijskim i sličnim brojevima ekonomski neisplativo, a tehnički veoma komplikovano. Zbog toga se može reći da ne postoji mogućnost njene sudske amortizacije, odnosno da je ovaj postupak jako otežan, jer je za njegovo sprovođenje neophodno identifikovati hartiju, tj. mora se dati njena sadržina odnosno oznake po kojima se razlikuje od drugih hartija.

*Prema prirodi prava sadržanog u hartiji* razlikujemo: stvarnopravne, obligacionopravne i hartije sa pravom učešća.

**Stvarnopravne hartije** sadrže određena stvarna prava na pokretnim stvarima, koja se mogu koristiti samo na osnovu tih hartija. Reprezenti ovih hartija su založnice, skladišnice, itd.

**Obligacionopravne hartije** inkorporiraju određene obligacije, čiji je sadržaj neko potraživanje, najčešće izraženo u izvesnoj sumi novca. Tipični predstavnici ovih hartija su: ček, menica, obveznica, blagajnički zapis i dr. Izvršenje obaveze po ovoj hartiji vrši se njenom prezentacijom dužniku.

**Hartije sa pravom učešća** sadrže pravo učešća njihovih vlasnika u nekom pravnom licu. Imaoci ovih hartija stiču pravo upravljanja i učestvovanja u ostvarenoj dobiti tog pravnog lica. Akcija je glavni predstavnik ove vrste hartija. Za razliku od obligacionopravne hartije, kod koje je unapred utvrđena visina prinosa njenom vlasniku, kod hartije sa pravom učešća, visina prinosa je nepoznata sve do završetka poslovne godine i utvrđivanja ostvarenog rezultata emitenta hartije.

Međutim, u praksi zemalja sa razvijenim finansijskim tržištima, najzastupljenija klasifikacija instrumenata, kojima se trguje na njima, je *podela sa stanovišta roka njihovog dospeća* na:

- kratkoročne hartije od vrednosti i
- dugoročne hartije od vrednosti.

### 2.2.1. Ključni instrumenti tržišta novca

Na tržištu novca u razvijenim privredama koriste se mnogobrojni instrumenti trgovine novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti. Ovi instrumenti, najčešće se klasifikuju *prema tipu izdavaoca*. U tom smislu razlikujemo:

- finansijske instrumente države i centralne banke (kratkoročne državne obveznice, obveznice državnih agencija i paradržavnih organizacija, žiralni novac-viškovi likvidnosti i mehanizam reotkupa kratkoročnih hartija od vrednosti);



- korporativne finansijske instrumente (komercijalni papiri);
- bankarske instrumente (depozitni certifikati, blagajnički zapisi i bankarski akcepti);
- posebni oblici instrumenata (udeli novčanih investicionih fondova i kratkoročne polise osiguravajućih organizacija).

Ova podela ne uzima u obzir karakteristike samih tih instrumenata, potrebe koje se njihovim izdavanjem zadovoljavaju, specifičnosti pojedinih segmenata kratkoročnog tržišta, posebne procedure ocene rizika i prihoda vezanih za određeni instrument, itd. Stoga je pri klasifikaciji instrumenata neophodno njihovo grupisanje po minimumu zajedničkih osobina.

Uzimajući u obzir ovu napomenu, prema načinu formiranja cene i izračunavanja prinosa finansijskog instrumenta razlikujemo:

- diskontne kratkoročne finansijske instrumente (državne obveznice, bankarski akcepti i komercijalni papiri) i
- kamatne kratkoročne finansijske instrumente (depozitni certifikati, kratkoročne obveznice paradržavnih institucija i srednjoročne obveznice evrodolarskog tržišta).

**Diskontne hartije** prodaju se po ceni, koja je niža od nominalne vrednosti za visinu prinosa obećanog investitoru. Prinos, odnosno diskont zavisi od dužine vremenskog perioda od dana kupovine do dana dospeća i rizičnosti ulaganja, a realizuje se otkupom, tj. isplatom instrumenta po nominalnoj vrednosti na dan dospeća. Npr. ako investitor želi da kupi na aukciji kratkoročnu državnu obveznicu sa rokom dospeća od tri meseca (91 dan) čija je nominalna vrednost 100.000 uz diskontnu stopu od 10%, onda će on platiti obveznicu po ceni, koja predstavlja razliku između nominalne vrednosti i diskonta. Diskont se može izračunati na sledeći način:<sup>144</sup>

$$D = F \times \frac{(id \times t)}{360}$$

gde je:

D - diskont,

F - nominalna vrednost,

*id* - diskontna stopa i

*t* - rok dospeća,

odnosno u našem primeru diskont iznosi:

$$D = 100.000 \times \frac{(0,10 \times 91)}{360} = 2.527,80$$

Prema tome, cena obveznice je:

$$P = F - D, \text{ tj. } = 100.000 - 2.527,80 = 97.472,20$$

U SAD se za izračunavanje diskonta kratkoročne obveznice uzima godina od 360 dana, pri čemu se obračun vrši metodom prostog kamatnog računa, dok se u Evropi uzima da godina ima 365 dana i obračun se vrši metodom složenog interesnog računa.

Prinos na diskontnu hartiju od vrednosti (u našem primeru je 10%) može se uporediti sa prinosom na kamatonosne hartije, u čijem se izračunavanju koristi godina od 365 dana, ako se konvertuje u tzv. ekvivalentni prinos obveznice, što omogućuje upoređivanje investicionih alternativa.

Ekvivalentni prinos obveznice izračunava se na sledeći način:<sup>145</sup>

<sup>144</sup> Marcia Stigum, The Money Market, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1990., str.67

<sup>145</sup> Isto, str.69

$$ibd = \frac{365 \times id}{360 - (id \times t)}$$

Odnosno, u našem primeru ekvivalentni prinos obveznice iznosi:

$$ibd = \frac{365 \times 0,10}{360 - (0,10 \times 910)} = 10,4\% .$$

Iz primera se jasno uočava da je prinos diskontne hartije od vrednosti manji kada se meri na diskontnoj bazi, nego ako se meri na bazi ekvivalentnog prinosa obveznice. Ova razlika proističe iz primene različitog obračunskog perioda i različitog metoda obračuna.

Radi upoređivanja prinosa i izbora odgovarajuće investicione alternative specijalizovane finansijske publikacije daju uporedni pregled diskontnog i ekvivalentnog prinosa za određeni tip obveznica.

Ukoliko investitor odluči da proda diskontnu hartiju od vrednosti pre roka dospeća, ostvariće prinos adekvatan periodu držanja hartije. Ovaj prinos može se izračunati po sledećoj formuli:

$$i = \frac{\text{prodajnacena} - \text{kupovnacena}}{\text{kupovnacena}} \times \frac{t}{365}$$

gde je:

$i$  - prinos u periodu posedovanja hartije,

$t$  - period držanja hartije.

**Kamatne kratkoročne hartije od vrednosti** emituju se po nominalnoj vrednosti. One imaju određeni rok dospeća i nose kamatnu stopu (kupon), koju emitent obećava da plati na nominalnu vrednost u roku dospeća. Kako je rok dospeća ovih hartija do jedne godine, njihov prinos se može izračunati na sledeći način:

$$I = \frac{P \times i \times t}{365},$$

gde je:

$I$  - prinos u vidu kamate,

$P$  - nominalna vrednost hartije,

$i$  - kamatna stopa,

$t$  - rok dospeća.

Ako je: nominalna vrednost hartije 10.000, kamatna stopa na godišnjem nivou 7%, a rok dospeća 3 meseca, tj. 91 dan, onda kamata koju nudi ova hartija iznosi:

$$I = \frac{10.000 \times 0,07 \times 91}{365} = 1.750.$$

Međutim, ako je reč o hibridnim kratkoročnim kamatonosnim hartijama od vrednosti sa rokom dospeća od 1 do 5 godina, kao što su evrodolarske note, onda se njihov prinos izračunava primenom stope prinosa do dospeća prema sledećoj formuli:

$$P = \frac{I}{(1+i)} + \frac{I}{(1+i)^2} + \dots + \frac{F+I}{(1+i)^n}$$

gde je:

$P$  - prinos na hibridne kratkoročne kamatonosne hartije,

$I$  - godišnja kamata,

F - nominalna vrednost hartije,  
 $i$  - godišnja kamatna stopa,  
 $n$  - broj godina.

Kako se novčano tržište segmentira kroz pojedine oblike finansijskih instrumenata, analitički je opravdano razmatrati pojedinačno svaki instrument. U razvijenim privredama koriste se mnogobrojni instrumenti trgovine novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti. Najznačajniji su sledeći instrumenti:

- 1) Međubankarska kupoprodaja novca,
- 2) Kratkoročne hartije od vrednosti i
- 3) Međubankarska trgovina viškovima obaveznih rezervi.

### **2.2.1.1. Međubankarska kupoprodaja novca**

Kod poslovnih banaka svakodnevno se pojavljuju viškovi i manjkovi na saldu njihovog dnevnog poslovanja, pri čemu svaka od njih nastoji da osigura svoju dnevnu likvidnost i likvidnost u dužem vremenskom periodu. Kada je reč o međubankarskoj kupoprodaji novca treba razlikovati transakcije vezane za dnevni i transakcije vezane za terminski novac. Pod *dnevnim novcem* podrazumeva se svaki saldo potraživanja na računu, odnosno svaki višak likvidnih sredstava koji poslovna banka ponudi drugom zainteresovanom učesniku na rok od jednog dana. To praktično znači da banka koja je uzela novac na jedan dan, obavezna je da taj novac već sutradan vrati banci od koje je pozajmila novac. Međutim, banke mogu da se dogovore da ovaj rok produže i to najkasnije do 30 dana. Dnevni viškovi žiralnog novca često se nude i pozajmljuju na osnovu telefonskog poziva ovlašćenih predstavnika, jer između učesnika na tržištu novca postoji visok stepen poverenja. Ovakav način trgovanja novcem poznat je u literaturi još i pod nazivom telefonski zajam (call loans, call money) i ranijih godina predstavljao je najvažniji instrument na međubankarskom tržištu novca. Međutim, danas se ovakav oblik zajma pojavljuje samo između poslovnih partnera, koji imaju visok stepen međusobnog poverenja. Sve više su prisutniji alternativni oblici pozajmljivanja novca putem hartija od vrednosti, čime se obezbeđuje veća sigurnost i stabilna kamata, tj. formalizovana kupoprodaja novca. Po pravilu zajmoprimac prihvata klauzulu da zajmodavac može tražiti povrat zajma i pre dogovorenog roka vraćanja. Zajmodavac ove zajmove obično ne može reeskontovati kod centralne banke. Kamatna stopa na njih obično je nešto viša od kamatne stope na blagajničke zapise, što stimulatивно deluje na banke da ih odobravaju, ali pod uslovom da u jednoj nacionalnoj ekonomiji postoji ekonomska i politička stabilnost. Prema tome, ovakvi zajmovi koriste se u stabilnim uslovima privređivanja i to za rešavanje sasvim kratkoročne nelikvidnosti od nekoliko dana. U slučaju veće i dugoročne nelikvidnosti ovi zajmovi ne rešavaju problem, već se tada koriste drugi instrumenti tržišta novca.

Kamatna stopa na međubankarske kratkoročne zajmove determinisana je kretanjem eskontne stope, ponude i tražnje novca i stopom inflacije. *Terminski novac* predstavlja saldo potraživanja na žiro-računu, odnosno svaki višak likvidnih sredstava, koja poslovna banka ponudi drugom zainteresovanom učesniku na rok od jednog do tri meseca (Nemačka i Japan), odnosno od jednog do dvanaest meseci (ostale zemlje). Prema tome, terminski novac predstavlja stabilan izvor bankarskih sredstava.

### **2.2.1.2. Emisija i trgovina kratkoročnim hartijama od vrednosti**

Na institucionalizovanom tržištu novca trguje se samo onim hartijama koje izdaje centralna banka ili koje ona tretira kao hartije pogodne za trgovinu na tržištu novca. Predmet kupoprodaje može postati samo ona hartija koja se uvek može rediskontovati kod centralne banke uz određenu diskontnu stopu, a da se pri tome ne tereti rediskontni kontigent, koji je centralna banka već odobrila. U skladu sa ovim, menice komercijalnog karaktera, koje poslovna banka reeskontuje kod centralne banke na teret svog rediskontnog kontigenta, ne tretiraju se kao instrumenti tržišta novca, već kao tržišni materijal kreditnog, odnosno eskontnog tržišta. Kupoprodaja kratkoročnih hartija od vrednosti na tržištu novca odvija se između: 1) dve poslovne banke; 2) jedne poslovne banke i centralne banke; 3) države i poslovne banke; 4) države i centralne banke i 5) države i njenih institucija.

*S obzirom na emitenta koji ih izdaje, sve kratkoročne hartije od vrednosti možemo svrstati u tri osnovne grupe:*

- hartije od vrednosti države ili posebnih paradržavnih institucija (državne obveznice, državne menice i državni blagajnički zapisi),
- hartije od vrednosti centralne banke (blagajnički zapisi) i
- hartije od vrednosti privrednih preduzeća, drugih firmi ili privatnih lica, koje su akceptirane od strane ovlašćenih finansijskih insitucija (bankarski akcepti i privatne diskontne hartije raznih vrsta).

Prve dve grupe predstavljaju hartije od vrednosti javnog sektora, dok treća grupa predstavlja hartije privatnog izdanja, koje moraju dobiti licencu centralne banke da bi postale instrumenti tržišta novca. Osnovne karakteristike instrumenata tržišta novca su: mali rizik neizvršenja, kratak rok dospeća i visoka "tržišnost" (*high marketability*).<sup>146</sup>

Razvijenost tržišta novca, tj. njegova širina i dubina determinisani su velikim setom faktora. Najznačajniji su sledeći: karakteristike privrednog sistema, uloga tržišta u regulaciji privrednih procesa, uloga kamatne stope, vrsta i osobine finansijskog sistema, stabilnost privrede, odnos kamatne i profitne stope, formalno-pravni okviri za trgovinu hartijama od vrednosti, stanje privrede, poslovna očekivanja privrednih subjekata, itd.

#### *2.2.1.2.1. Kratkoročne državne obveznice*

Obveznica je hartija od vrednosti kojom se emitent obavezuje da će imaću obveznice u roku njene dospelosti isplatiti iznos nominalne vrednosti i ugovorenu kamatu.<sup>147</sup> Kratkoročne državne obveznice (Treasury bills) su kratkoročne obligacije državnog budžeta. Izdaju se sa rokom dospeća od 1,3,6 i 12 meseci i imaju obeležja diskontnih kratkoročnih finansijskih instrumenata. Tokom istorije njihova prva upotreba zabeležena je 1877.godine u Engleskoj. U SAD su uvedene 1929.godine. Inače, prvi primeri finansiranja državnog deficita kratkoročnim finansijskim instrumentima zabeleženi su još krajem 16-og veka u Holandiji.<sup>148</sup> Kratkoročnim obveznicama premošćava se nesklad u prilivu i odlivu sredstava u državnom budžetu, uslovljen sezonskim karakterom prikupljanja korporativnih ili individualnih poreza. Sa stanovišta investitora pripadaju grupi atraktivnih hartija jer imaju kratke rokove dospeća, tržište je izrazito koncentrisano i dovoljno duboko da pruži likvidnost učesnicima i nose neznatan rizik, pa se stoga smatraju nerizičnim ulaganjem. Zbog navedenih investicionih svojstava, centralna banka koristi kratkoročne obveznice za vođenje monetarne politike kroz operacije na otvorenom tržištu. Obim emisije obveznica varira u zavisnosti od budžetskih potreba države. U razvijenim zemljama regularno se emituju jedanput nedeljno. Po pravilu se emituju u obliku

<sup>146</sup> Kidwell, D., Peterson, R., Financial Institutions, Markets and Money, Dryden Press, str.486

<sup>147</sup> Zakon o hartijama od vrednosti, čl.32., Službeni list SRJ br.26/95

<sup>148</sup> Meir Kohn, Financial Institutions and Markets, McGraw-Hill, New York, 1994., str.494

knjigovodstvenog zapisa. To znači da kupci dobijaju potvrdu, kao svedočanstvo o kupovini. Njihova prodaja vrši se putem aukcije uz angažovanje centralne banke.

Investitori prodaju kupljene obveznice po tržišnim cenama posredstvom brokera i dilera, ili ih drže u portfelju do roka dospeća. Prinos na ove obveznice računa se po diskontnom metodu.

$$\text{Prihod u \%} = (\text{diskont} / \text{cena na dan dospeća}) \times (365 / \text{broj dana do dospeće})$$

Kamatna stopa na kratkoročne obveznice predstavlja regulatornu kamatnu stopu na tržištu novca, jer su kamatne stope na ostale instrumente tržišta novca uslovljene ovom kamatnom stopom. Sekundarno tržište kratkoročnih obveznica je najveći i najefikasniji segment novčanog tržišta u svim razvijenim zemljama. Ono je decentralizovano i organizovano kao dilersko tržište. Naime, dileri formiraju portfolio obveznica na aukcijama i otkupom od drugih investitora. Oni utvđuju cene po kojima kupuju ili prodaju obveznice i obavezni su da po tim cenama kupe ili prodaju sve ponuđene iznose obveznica. Obim ovih transakcija je ogroman, tako npr. u SAD dostiže iznos od prosečno 200 milijardi dolara dnevno.

U sprovođenju monetarne politike, centralne banke koriste mehanizam privremene kupoprodaje kratkoročnih hartija od vrednosti, prevashodno državnih obveznica, od primarnih dilera. Isti mehanizam koriste i dileri za finansiranje svojih portfolija u odnosu sa drugim finansijskim posrednicima. Navedeni mehanizam je na razvijenim finansijskim tržištima poprimio karakteristike posebnog instrumenta tržišta novca i poznat je pod imenom reotkup kratkoročnih finansijskih instrumenata - REPO. Naime, REPO predstavlja pribavljanje kredita zalaganjem kratkoročnih finansijskih instrumenata, prevashodno državnih obveznica. Predstavlja oblik kolateralizacije kredita, iako je po formi kupoprodaja hartija od vrednosti.

Kada je reč o vrednosti obveznica, razlikujemo nominalnu, emisionu i tržišnu vrednost. *Nominalna vrednost* je naznačena na samoj obveznici i u okruglim je iznosima. *Emisiona vrednost* je cena obveznice prilikom njenog izdavanja i prvog plasmana na primarnom tržištu. *Tržišna vrednost* obveznice formira se pod uticajem ponude i tražnje na otvorenom ili zatvorenom tržištu novca. Najčešće je niža od nominalne vrednosti, čija se isplata očekuje tek posle roka dospeća.

#### 2.2.1.2.2. Blagajnički zapisi

Blagajnički zapisi su diskontne hartije, tj. hartije koje se prodaju po nižoj ceni od nominalne vrednosti na koju zapis glasi za iznos kamate, sa rokom dospeća kraćim od godine dana. Kao emitetni blagajničkih zapisa mogu se javiti: država, centralna banka i banke i druge finansijske organizacije.

Osnovni cilj emitovanja *državnih blagajničkih zapisa* je premošćavanje vremenskog jaza između priliva prihoda i izvršenja rashoda u budžetu. Obaveze preuzete putem emitovanja ovih zapisa moraju se izmiriti do kraja budžetske godine, tj. do 31. decembra tekuće godine, pri čemu se ne mogu prenositi kao obaveza u budžet za narednu godinu. Izdaju ih savezna država i republike članice. Postupak izdavanja blagajničkih zapisa u ime i za račun državnih organa obično sprovodi centralna banka. Po pravilu njihova prodaja obavlja se preko posrednika. Kao kupci ovih zapisa mogu se javiti kako pravna, tako i fizička lica.

*Bankarski blagajnički zapis* izdaje banka na bazi deponovanih sredstava kod nje na određeni rok dospeća (od 1-12 meseci), uz određenu kamatu, koja se plaća o roku dospeća.

Kao kupci ovih zapisa mogu da se jave centralna banka, nefinansijske organizacije i fizička lica.

*Blagajnički zapisi centralne banke* su jedan od osnovnih instrumenata preko kojih ona vodi politiku otvorenog tržišta. Ovo tržište je integralni deo monetarne politike. Kupoprodajom blagajničkih zapisa centralna banka preko kamatne stope na njih istovremno reguliše potrebnu količinu novca u privredi. Kada centralna banka emituje i prodaje blagajničke zapise, ona time prikuplja slobodna novčana sredstva i smanjuje količinu novca u opticaju. S druge strane, kada centralna banka kupuje ili povlači blagajničke zapise ona time povećava novčanu masu, efektivnu tražnju i reguliše likvidnost bankarskog i finansijskog sistema. Blagajnički zapis centralne banke ima strogo formalni karakter i izdaje se na rok od 7-90 dana i to na okrugle i visoke iznose. Blagajnički zapis može da glasi na ime, po naredbi i na donosioca.

Pored kamate koju će dobiti, centralna banka može kupcima blagajničkih zapisa odobriti i druge pogodnosti, kao što su: olakšice pri dobijanju kredita, poreske olakšice, itd.

Obračun kamate vrši se po propisanoj kamatnoj stopi uz primenu diskonta za odgovarajući period. Pod primenom diskonta za odgovarajući period podrazumeva se primena konformnih stopa. Nakon utvrđivanja konformne stope, iznos kamate na blagajničke zapise sa rokom dospeća do jedne godine, obračunava se prema sledećoj formuli:

$$k = \frac{K \times p \times t}{n \times 100}$$

gde je:

$k$  - iznos kamate,

$K$  - iznos kredita,

$p$  - odgovarajuća konformna stopa,

$t$  - vreme, tj. broj dana korišćenja kredita,

$n$  - odgovarajući kalendarski broj dana u tromesečju (od 90-92 dana).

Emisija blagajničkih zapisa je pasivan bankarski posao i spada u domen kratkoročnog poslovanja. Izdati, tj. emitovani blagajnički zapisi predstavljaju obavezu banke prema upisnicima. Međutim, ako poslovna banka ulaže svoja sredstva u blagajničke zapise centralne banke, onda je reč o aktivnim blagajničkim zapisima u kojima je izraženo potraživanje banke koja ih poseduje.<sup>149</sup>

### 2.2.1.2.3. Komercijalni zapisi

Komercijalni zapisi ( papiri) su neosigurane sopstvene menice (*promissory note*) sa fiksnim rokom dospeća. Predstavljaju finansijske instrumente koje emituju druga pravna lica, tj. svi subjekti koji nisu banke ili neke druge finansijske organizacije radi pribavljanja kratkoročnih sredstava. Cilj emitovanja ovih zapisa je obezbeđenje potrebnih sredstava za namene koje emitenti utvrde odlukom o emisiji komercijalnih zapisa, tj. za prevazilaženje povremenih novčanih nestašica, odnosno sezonskih oscilacija i poremećaja u privređivanju. Njegova upotreba prvi put je zabeležena početkom 18-og veka. Rok dospeća komercijalnih zapisa je od 7-270 dana.

Emisijom komercijalnih zapisa preduzeća supstituišu kratkoročne kredite banaka, pribavljajući tako jeftinija sredstva, jer su kamatne stope na kratkoročne kredite banaka

---

<sup>149</sup> Lukić Radojko, Hartije od vrednosti-metodološki aspekti, Savremena administracija, Beograd, 1995., str. 56 i 57

više od kamatnih stopa na komercijalne zapise. Sa stanovišta investitora, ulaganja u komercijalne zapise nose povećan kreditni rizik, ali se on kompenzira višom kamatnom stopom u odnosu na kamatnu stopu na kratkoročne državne obveznice. Zaštita investitora od rizika delimično se realizuje kroz publikovanje rejtinga komercijalnih zapisa. Preduzeća koja nemaju vrhunski rejting moraju da plate višu kamatu na emitovane komercijalne zapise. Razlika, tj. kamatna marža (*spread*) između kamate na emisiju hartija najvišeg i srednjeg kvaliteta je izrazit.<sup>150</sup>

Komercijalni zapis je, takođe, i diskontna hartija. Emituje se u dva osnovna oblika: *direktni zapis*, koji se direktno plasira investitoru i *dilerski zapis*, koga dileri otkupljuju od emitenta radi dalje prodaje. Sekundarno tržište komercijalnih zapisa nije razvijeno, pošto investitori uglavnom drže ove hartije do doka dospeća, jer oni predstavljaju heterogene finansijske instrumente, tako da se ne može formirati odgovarajući pul istovrsnih instrumenata pogodnih za trgovinu. Iako su investitori brojni (institucionalni investitori, novčani fondovi, banke), najveći obim ulaganja na tržištu komercijalnih zapisa ostvaruju preduzeća. U stvari, tržište komercijalnih zapisa je tržište na kome korporacije pozajmljuju od korporacija.<sup>151</sup> Prema tome, tržište komercijalnih zapisa je klasičan oblik dezintermedijacije.

Ogroman značaj komercijalnih zapisa, upravo se ogleda u tome što oni omogućavaju pravnim licima, tj. preduzećima da dođu do neophodnih sredstava i od nebankarskih institucija, za koje inače postoji zakonska zabrana da se ne mogu baviti kreditnim poslovima. Poverenje kupaca u komercijalne zapise primarno je determinisano poštovanjem finansijske discipline od strane njihovih emitenata. Imalac, tj. vlasnik komercijalnog zapisa može isti držati do roka njegovog dospeća, ali njime može i da plaća svoje obaveze, ukoliko se sa tim složi poverilac, ali može da ga da i u zalogu. Izračunavanje kamate na komercijalne zapise, ukoliko se prodaju pre roka dospeća, vrši se analogno obračunu kamate kod bankarskih akcepta odnosno menica.

#### 2.2.1.2.4. Depozitni certifikat

Depozitni certifikat ili bankarska potvrda o depozitu je prenosiva potvrda koja glasi na određenu novčanu sumu deponovanu u banci na određeni rok i po određenoj kamatnoj stopi.<sup>152</sup> Predstavlja tipičan instrument poslovne banke. Pripada grupi najmlađih hartija od vrednosti. Prvi put je emitovan od strane američkih poslovnih banaka 1960. godine. Najveću primenu ima na tržištu novca u SAD. Rok dospeća depozitnih certifikata kreće se od 7 dana do 12 meseci. Obično glasi na ime ili na donosioca. Depozitni certifikat dobijaju pravna i fizička lica koja svoja novčana sredstva oročavaju kod poslovne banke, pri čemu žele da trguju tim sredstvima na tržištu novca. Uvek glasi na okrugle sume. Depozitni certifikat je u stvari prenosivi oročeni depozit. Emitent ove hartije obavezuje se da će vlasniku iste isplatiti iznos deponovanih sredstava sa pripadajućom kamatom o roku dospeća. Prema tome, pripada grupi kamatonosnih instrumenata. Ovim instrumentom mobilisu se novi depoziti, što znači da depozitni certifikat ne predstavlja potvrdu o već postojećim depozitima, već je reč o novim depozitima.

Depozitni certifikati mogu se klasifikovati na sledeći način. Prema ročnosti mogu biti kratkoročni i dugoročni, a prema načinu na koji je ugovorena njihova ročnost mogu

---

<sup>150</sup> FED Richmond, Instruments of the Money Market, Richmond, 1986., str.115

<sup>151</sup> Peter S. Rose, Money and Capital Markets, Irwin, 1989., str.403

<sup>152</sup> Monografija: Tržište novca i tržište kapitala u Jugoslaviji-Instrumenti, organizacija, funkcije, Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1990., str.19

biti na fiksni rok sa kalauzulom o automatskom obnavljanju roka ili bez te klauzule i na otkazni rok.<sup>153</sup>

Depozitni certifikat pokušava da reši suprotnost između dve želje vlasnika novca: suprotnost između želje za likvidnošću i držanja novca kod sebe, što ne donosi nikakvu kamatu, i želje za zaradom u obliku kamata na depozite, što smanjuje njegovu likvidnost.

Depozitni certifikat je neko srednje rešenje između depozita po viđenju i oročenih depozita. Na depozite po viđenju, koji omogućavaju visok stepen likvidnosti, banke ne plaćaju nikakvu ili vrlo malu kamatu. Na oročeni depozit vlasnik novca dobija veću kamatu, ali mu se smanjuje likvidnost. Stoga se depozitni certifikat i njegova mogućnost prodaje na sekundarnom tržištu označavaju kao intermedijarni instrument, koji vlasniku novca omogućava zaradu u obliku kamate, mogućnost ranijeg povratka sredstava i održavanje visokog stepena likvidnosti. Ovaj instrument je pogodan i za banke, jer privlači štednju što povećava kreditnu sposobnost banke. U odnosu na blagajničke zapise centralne banke, depozitni certifikat predstavlja alternativni instrument koji je veoma osetljiv na promene kamatne stope. Monetarna vlast može fiksirati kamatnu stopu na depozitne certifikate i na taj način delovati na novčano tržište. Centralna banka ima efikasnije instrumente za regulisanje novčane mase ali joj u nekim situacijama i ovaj instrument može biti koristan.

#### *2.2.1.2.5. Banakarski akcept*

Bankarski akcept je menica trasirana na banku i akceptirana od nje, kojom se neopozivo naređuje isplata određene sume novca njenom imaocu, na određeni dan a po naredbi izdavaoca. Banka preuzima obavezu da isplati sumu na koju menica glasi njenom donosiocu na dan dospeća. Bankarski akcept veoma dugo je prisutan kao instrument novčanog tržišta, a još duže kao oblik finansiranja određenih trgovinskih operacija. Ovaj instrument se pretežno koristi kao sredstvo kreditiranja u međunarodnoj trgovini, ali se koristi i kao instrument tržišta novca. Bankarski akcept je sredstvo transfera rizika, koji proističe iz nedovoljnog poznavanja učesnika u međunarodnoj trgovini, na subjekte koji su spremni da taj rizik preuzmu.<sup>154</sup> Otuda i njegovo ime, jer banka prihvata, tj. akceptira odgovornost da isplati menicu, štiteći na taj način vlasnika instrumenta, odnosno izvoznika ili investitora od kreditnog rizika vezanog za uvoznika. Banka preuzima rizik jer bolje može da oceni kreditnu sposobnost dužnika, koji je najčešće i njen klijent.

Rok dospeća bankarskog akcepta je od 30 do 270 dana, a najčešće 90 dana. Ciklusi dospeća izražavaju u stvari prosečno vreme realizacije spoljnotrgovinske transakcije, tako da se akcept, kao i klasična menica, gasi likvidiranjem obaveze koja mu stoji u osnovi. Bankarski akcept donosi kupcu kamatu, koja zavisi od roka dospeća: ako je rok duži tada je i kamata veća, a određuje se prema stanju na tržištu. Ova kamata se zapravo sastoji iz dva dela: jedan deo predstavlja iznos koji prodavac mora dati kupcu na ime bankarskih troškova, koje će on imati kada bude prodavao bankarski akcept, a drugi deo predstavlja čist diskont.

Bankarski akcept omogućava banci da finansira svog komitenta bez angažovanja svojih sredstava. Naime, banka ova sredstava obezbeđuje eskontovanjem akcepta na novčanom tržištu. Eskontovanje, tj. diskontovanje se vrši primenom važeće eskontne stope

<sup>153</sup> Zakon o hartijama od vrednosti, Sl.list SRJ br. 26/95, član 52.

<sup>154</sup> Peter S. Rose, Money and Capital Markets, op.cit., str. 415



unapred, za vreme od dana kupovine do dana dospeća akcepta, primenom interesnog računa na sto, prema sledećoj formuli:

$$E = \frac{MS \times t \times p}{36500 + t \times p}$$

gde je:

E - eskont, tj. reeskont,

MS - mesečna suma (nominalni iznos akcepta),

t - vreme, tj. kalendarski broj dana od eskontovanja do roka dospeća akcepta,

p - eskontna stopa.

Banakarski akcept treba razlikovati od eskontnog kredita. Za razliku od eskontnog kredita gde poslovna banka daje svoja sredstva na kredit svom komitentu, bankarskim akceptom banka ne daje svom komitentu ništa, nego samo njegov dug pretvara u vlastiti dug, tj. prihvata ga kao svoj dug, koji će isplatiti u roku dospeća menice koju je izdao njen komitent. U ulozi akceptanata javljaju se prvoklasne svetske banke, tako da se akcepti primaju sa velikim poverenjem na tržištu. Nakon toga, bankarski akcept postaje predmet kupoprodaje na tržištu novca. Istovremeno, bankarski akcepti se često prihvataju i kao kolateral banaka kod centralne banke. Tržište bankarskih akceptata je dilersko tržište.

### ***2.2.1.3. Međubankarska trgovina viškovima obaveznih rezervi***

Obavezne rezerve predstavljaju jedan od značajnijih instrumenata monetarno-kreditne politike svake zemlje, kojim centralna banka reguliše proces stvaranja novca, tj. njegove multiplikacije u bankarskom sistemu, novčanu masu, kreditni potencijal i likvidnost poslovnih banaka i agregatnu novčanu tražnju. Suština ovog instrumenta je u tome da svaka banka mora određeni procenat svojih depozita držati kao obaveznu rezervu na posebnom računu kod centralne banke. Stopa obaveznih rezervi utvrđuje se zakonom ili odlukama centralne banke, koja ima pravo da menja visinu te stope u zavisnosti od stanja u privredi i ciljeva monetarne politike. U krizno-deflatornoj situaciji centralna banka smanjuje stopu obaveznih rezervi i tako utiče na povećanje monetarnog i kreditnog volumena poslovnih banaka, a samim tim i na efektivnu tražnju. U uslovima povećanja inflatornih tendencija povećava stopu obaveznih rezervi, što dovodi do smanjenja kredita i efektivne tražnje. Visina stope obaveznih rezervi različita je u raznim zemljama i raznim situacijama. Obično se kreće na nivou od 20% do 30%. U zavisnosti od osnovice može se odrediti diferencirano, tako da je za depozite po viđenju viša a na oročene depozite niža.

Korišćenje viškova obaveznih rezervi na tržištu novca zasniva se na saznanju da neke poslovne banke svakodnevno imaju viškove obaveznih rezervi kod centralne banke, dok druge istovremeno imaju manjkove, što zavisi od stanja njihovih depozita po viđenju. Banke koje imaju višak obaveznih rezervi mogu taj višak, putem tržišta novca, dati na zajam bankama koje imaju manjak sredstava. Zahvaljujući ovoj ulozi tržišta novca znatno je olakšano svakodnevno održavanje likvidnosti poslovnih banaka, a time i bankarskog sistema. Poslovna banka, koja u određenom trenutku ima viškove obaveznih rezervi i procenjuje da ih može pozajmiti na kraći rok uz neku kamatu, izdaje čekove radi isplate tih viškova kod centralne banke. Ovi čekovi mogu postati predmet trgovanja na tržištu novca, jer centralna banka ima obavezu da imaoću čeka isplati naznačeni novčani iznos u određenom roku. Cena ovih čekova determinisana je odnosom između ponude i tražnje. Njenu gornju granicu predstavlja visina eskontne stope. Svaka poslovna banka može se javiti u ulozi zajmodavca odnosno zajmoprimca, u zavisnosti od stanja svoje likvidnosti. Ovaj instrument obično se koristi u slučaju kratkoročnih, tj. dnevnih i nedeljnih oscilacija u rezervnim pozicijama banaka kod centralne banke. U slučaju postojanja ovih

neravnoteža u dužem vremenskom periodu, a radi uspostavljanja ravnotežne pozicije, pristupa se korišćenju alternativnih instrumenata tržišta novca. Tržište viškova obaveznih rezervi je međubankarsko tržište. Brokerske i druge posredničke firme dovode u vezu kupce i prodavce i tako olakšavaju i ubrzavaju proces kupoprodaje hartija od vrednosti.

Iz napred iznetog može se zaključiti da u razvijenim tržišnim ekonomijama tržište novca, sa bogatom lepezom tržišnog materijala, predstavlja osnovni i najefikasniji mehanizam sprovođenja monetarne politike od strane centralne banke. Zahvaljujući tržištu novca moguće su trenutne promene osnovnih monetarnih agregata, tako da je centralna banka u mogućnosti da, prateći zbivanja u realnom sektoru preduzima adekvatne mere radi uravnoteženja agregatne ponude i tražnje, tj. očuvanja stabilnosti nacionalne ekonomije.

## **2.2.2. Poslovanje dugoročnim hartijama od vrednosti**

Tržište kapitala za osnovu svog konstituisanja ima dugoročnu finansijsku aktivu, tj. emisiju i trgovinu dugoročnim finansijskim instrumentima. Reč je o finansijskoj aktivi koja proističe iz zadovoljavanja akumulativnih potreba proizvodnih, tj. dugoročne potrošnje neporoizvodnih sektora. Instrumenti tržišta kapitala su brojni. Mogu se podeliti u tri osnovne grupe:

- akcije, koje predstavljaju potvrdu o izvršenom ulaganju u kapital,
- obveznice, koje su svedočanstvo o kreditnom odnosu vlasnika i korisnika sredstava,
- hibridni instrumenti-varanti, koji uključuju obeležja i akcija i obveznica.

Podela dugoročnih finansijskih instrumenata na instrumente sa fiksnim prinosom (obveznice) i instrumente sa promenljivim prinosom (akcije) danas nije uobičajena. Sa razvojem finansijskih instrumenata, posebno pod uticajem inflacije i procedura upravljanja likvidnošću, kao i analitičkih procedura za merenje prinosa, ova razlika se gubi. Stoga je primereniji drugi, danas skoro opšte usvojen kriterijum podele dugoročnih finansijskih instrumenata na:

- vlasničke hartije od vrednosti (akcije) i
- dužničke, dugovne ili kreditne hartije od vrednosti (obveznice).

Rok dospeća ovih hartija je preko jedne godine, a može da se kreće i do 50 godina. Akcije i obveznice predstavljaju pravo na budući prinos emitenta, ma koliko on bio promenljiv. One se mogu razlikovati, polazeći od promenljivosti prinosa, prema premiji na rizik, koju je investitor spreman da plati, što predstavlja njihovo kvantitativno razlikovanje. Kvalitativna razlika sadržana je u vlasničkoj kontroli emitenta, koju investitoru u principu obezbeđuje posedovanje akcija, a ne obveznica. Iz ove razlike može se izvesti i poseban tretman prinosa investitora. Prinos akcije u vidu dividende nije izvestan, dok je prihod iz obveznice u obliku kamate izvestan. Vlasnik akcije nema pravnu zaštitu ako emitent ne isplati dividendu, dok vlasnik obveznice može tražiti isplatu kamate i pokretanje procedure likvidacije i stečaja emitenta, ako nije izvršio dospelu obavezu po osnovu kamate ili glavnice.

### **2.2.2.1. Akcije - emisija i trgovina**

Kada je reč o definisanju i tumačenju akcije, treba reći da postoje dva gledišta. Prema jednom gledištu pod akcijama se podrazumeva udeo koji svaki učesnik-akcionar u akcionarskom društvu ima u imovini tog društva, dok se prema drugom shvatanju pod akcijama smatraju isprave, tj. hartije od vrednosti na osnovu kojih njen imalac stiče pravo

učeća u raspodeli dobiti akcionarskog društva (dividende) i ostvaruje druga prava, u zavisnosti od vrste akcija koje ima u svom posedu.<sup>155</sup>

Nastanak akcije kao hartije od vrednosti vezuje se za širenje tržišta i potrebe da se određeni investicioni projekti finansiraju koncentracijom kapitala prikupljenog od strane mnogobrojnih subjekata, koji su raspolagali viškovima novčanih sredstava. U literaturi se pominje podatak da je "Ruska kompanija" iz Velike Britanije počela sa poslovima sa akcijama još 1553.godine. Međutim, treba reći da je tek dvadeseti vek i to njegova druga polovina ustvari vek pune afirmacije finansijskog tržišta, pa shodno tome i finansijskih instrumenata. Kao ilustracija ovoga može poslužiti informacija da je u toku 1994.godine na tržištima razvijenih zemalja samo putem ovog instrumenta prikupljen kapital od preko 13 triliona dolara.

Akcije se emituju u cilju formiranja ili povećanja kapitala preduzeća, pri čemu treba da omoguće: a) finansiranje delatnosti zbog koje se osniva akcionarsko društvo, b) proširivanje delatnosti akcionarskog društva i c) distribuciju vlasništva akcionarskog društva. Akcije na makronivou omogućavaju pribavljanje slobodnih novčanih kapitala na finansijskom tržištu i njihovo alociranje u rentabilne svrhe. U principu traju neograničeno i vezane su za sudbinu preduzeća kao poslovno aktivnog subjekta. Akcija ne donosi svom vlasniku unapred utvrđenu kamatu, ali mu obezbeđuje čitav niz drugih prava, koja su često važnija i značajnija od prava na kamatu. Sva prava iz akcije mogu se podeliti na dve vrste: materijalna i nematerijalna prava.

U materijalna prava spadaju:

- pravo na srazmeran deo ostvarene dobiti akcionarskog društva, tj. dividendu,
- pravo preče kupovine novoemitovanih akcija, tzv. mladica i
- pravo na srazmeran deo likvidacione mase u postupku likvidacije akcionarskog društva.

U *nematerijalna prava*, koja su u većem broju slučajeva važnija od materijalnih, spadaju:

- pravo učestvovanja u radu skupštine akcionara,
- pravo odlučivanja o svim pitanjima na skupštini akcionara i
- pravo dobijanja svih poslovnih informacija od poslovne i rukovodeće strukture akcionarskog društva.

Visina dividende koja će se isplatiti akcionarima determinisana je ostvarenim poslovnim rezultatom akcionarskog društva i odlukom skupštine akcionara o raspodeli ostvarene dobiti, tj. profita. Isplata dividende može se vršiti na tri načina: u gotovom novcu, u imovini i u vidu novih akcija. Akcionarska društva preferiraju isplate u gotovom, ali i u novim akcijama, dok se isplata dividende u imovini, tj. robi koju proizvodi akcionarsko društvo retko koristi.

Emisija i korišćenje akcija u jednoj nacionalnoj ekonomiji determinisani su: nivoom razvoja ekonomije, nivoom razvoja finansijskog tržišta, razvojem oblika vlasništva, tradicije u korišćenju hartija od vrednosti, itd.

U tržišnim privredama sa razvijenim tržištem kapitala i efektivnim berzama javljaju se različiti oblici akcija. U tom smislu razlikujemo sledeće vrste:

a) *Akcije na ime i na donosioca*. Vlasnik akcije na ime mora biti upisan u knjigu akcionarskog društva. Prenos prava vlasništva vrši se indosiranjem. Međutim, ovo ne važi za akcije na donosioca. Njihova specifičnost je u tome što pri isplati dividende vlasnik akcije mora zajedno sa zahtevom za isplatu da podnese i kupon za dividendu.

b) *Akcije sa nominalnom i bez nominalne vrednosti*. Normalno je da akcija kao deo akcionarskog kapitala glasi na određeni nominalni iznos. Međutim, obzirom na to da se

---

<sup>155</sup> Grupa autora, Poslovanje novčanim hartijama od vrednosti, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd, 1996., str.124

vrednost akcije stalno menja smatra se da akcija može biti i bez nominalne vrednosti, što je u praksi redak slučaj.

c) *Obične i povlašćene, tj. preferencijalne akcije.* Obične akcije su daleko najznačajnija i najzastupljenija vrsta akcija. One svojim vlasnicima daju pravo glasa, mogućnost promene menadžmenta preduzeća kao i pravo preče kupovine novoemitovanih akcija.<sup>156</sup> Preferencijalne akcije imaju prednost u isplati dividende, ali zato nemaju pravo glasa. U slučaju da dođe do stečaja firme po redosledu isplate najpre se izmiruju obaveze po osnovu obveznica, zatim preferencijalne akcije i tek na kraju obične akcije. Obične akcije se mogu međusobno razlikovati. Tako imamo akcije klase "A", koje nemaju glasačko pravo, ali imaju prednost u isplati dividende, i akcije klase "B", koje imaju pravo glasa i pravo na isplatu dividende, ali tek nakon isplate vlasnika klase "A". Za akcije klase "A" obično su zainteresovani mali akcionari koji nisu zainteresovani za upravljanje akcionarskim društvom.

d) *Akcije sa garantovanom i bez garantovane dividende.* Isplatu dividendi po ovoj vrsti akcija garantuje neka banka ili druga firma, ali nikada akcionarsko društvo koje je emitovalo akciju. To je čest slučaj kada akciju emituje naka od filijala velike firme, dok cela korporacija garantuje dividende svoje filijale. Akcije koje nemaju takvu garanciju su akcije bez garantovane dividende.

e) Akcije sa pravom na veći broj glasova, akcije sa kumulativnim pravom glasa, akcije sa ograničenim pravom glasa i akcije bez prava glasa. Akcionarsko društvo redovno polazi od stava da svaka akcija daje jedno pravo glasa. To pravo omogućava da akcionari učestvuju u upravljanju akcionarskim društvom proporcionalno visini svog uloga, tj. učešća u njemu.

f) *Konvertibilne akcije.* To su takve akcije koje mogu biti zamenjene, prema želji vlasnika, po unapred utvrđenim uslovima u obične akcije. Pravo na konverziju je privilegija koju akcionarsko društvo konstituiše u korist određene grupe akcionara. Konvertibilne akcije su ponekad i sa prioritetom u pogledu isplate dividende.

g) *Akcije sa odloženim plaćanjem dividende.* To su akcije kod kojih je unapred utvrđen rok u kome se neće isplaćivati dividenda. Istekom utvrđenog roka ova vrsta akcije se automatski konvertuje u obične akcije.

h) *Nove akcije društva.* Ove akcije emituju se u cilju dokapitalizacije akcionarskog društva. Vlasnici novih akcija za određeni period ne dobijaju puni iznos dividende zbog toga što se kupovina i prodaja ovih akcija odvija nezavisno od trgovine običnim akcijama.

i) *Otvorene i zatvorene akcije.* U otvorene akcije spadaju sve vrste akcija određene za kupoprodaju na tržištu kapitala. Zatvorene akcije su one akcije koje su kupuju i prodaju između postojećih akcionara.

Kako će se svaka akcija kotirati na berzi zavisi pre svega od njenog kvaliteta. U tom smislu je SEAQ (Stock Exchange Automated Quatations - Sastav automatskog kotiranja akcija na berzi) klasifikovao sve hartije od vrednosti u četiri kategorije:

a) *Alfa hartije od vrednosti* - ovu grupu predstavlja 138 najprodavanijih hartija od vrednosti, mereno obimom prometa. Njihove cene su stabilne, pri čemu Berza određuje minimalnu koričinu koju učesnici moraju ponuditi (npr. 5.000 akcija u jednom lotu). Takođe, ih karakteriše i velika likvidnost, tj. mogućnost transfera u novac za vrlo kratko vreme.

b) *Beta hartije od vrednosti* - obuhvataju sledećih 500 najprodavanijih akcija. I ovde su cene i količina kotacije čvrsti.

c) *Gama hartije od vrednosti* - najmanje se prodaju. Cene na ekranu su "indikativne", dok se stvarne cene utvrđuju telefonom.

---

<sup>156</sup> Keith Pilbeam, Finance and Financial Markets, Macmillan Business, 1998., str.172

d) *Delta hartije od vrednosti* - obuhvataju ostale akcije koje se ne kotiraju na SEAQ.

Tehnologija rada na tržištu kapitala obuhvata: organizacionu formu tržišta kapitala, tehnologiju emisije i plasmana efekata na primarnom tržištu kapitala i tehnologiju rada na sekundarnom tržištu kapitala. Drugim rečima tehnologiju rada na tržištu kapitala čine: način, poslovni običaji, oblici, forma, tehnički i drugi uslovi putem kojih se realizuju ukupni tržišni odnosi između tržišnih partnera.<sup>157</sup>

Za razliku od tržišta novca, tržište kapitala je u svim zemljama tržišne privrede organizovano na principima i karakteristikama koje važe za mešoviti institucionalni oblik organizovanja jednog tržišta, što u stvari znači da je organizaciona forma tržišta kapitala uvek mešavina institucionalnog i neinstitucionalnog karaktera. Jedan deo operacija obavlja se na službenom delu berze efekata, dok se drugi deo operacija obavlja na vanberzanskom tržištu, odnosno tzv. OTC tržištu (*"Over the Counter Market"*- trgovina preko šaltera).

Poslovi emisije i plasmana efekata predstavljaju ukupan volumen tržišnih transakcija između preduzetnika-emitenta i prvog kupca-investitora. U ovom aktivnom poslu uloga kupca efekata je posebna i specifična. Ova specifičnost proizilazi iz karaktera same trgovine, jer se kupac u ovom poslu javlja u ulozi partnera prvi put, pa se ova kupovina u praksi često naziva "kupovinom iz prve ruke". Kupoprodajni odnos između emitenta i investitora može se ostvariti direktno i putem posrednika. Direktni tržišni odnos pretpostavlja neposrednu emisiju i plasman efekata od strane emitenta, što u stvari predstavlja sopstvenu emisiju i plasman efekata, koji u razvijenim tržišnim ekonomijama predstavlja retkost. Ovakav poduhvat mogu izvesti samo velika i dobro organizovana preduzeća i banke. Mnogo zastupljenija je emisija i plasman efekata putem posrednika, čiji je glavni reprezent banka. Banka se pri obavljanju ovih poslova može javiti u ulozi:

- emitenta, kada vrši emisiju i plasman sopstvenih efekata u cilju povećanja svog kapitala ili u cilju refinansiranja,
- kupca odnosno investitora, kada kupuje efekte od emitenta radi plasmana svog kapitala ili dalje preprodaje,
- komisionara, kada preuzima emisiju efekata u komisijama u cilju njihovog daljeg plasmana i prve prodaje investitorima i
- posrednika, kada vrši kupoprodaju efekata u tuđe ime i za tuđ račun.

Tehnologija emisije efekata na primarnom tržištu predstavlja niz poslovnih aktivnosti direktno vezanih za emisiju akcija i obveznica svih oblika. Ova tehnologija može biti organizovana kao sopstvena i tuđa. Sve tržišne transakcije koje preduzimaju banka i emitent radi uspešne realizacije emisije i plasmana efekata, svrstavaju se u sledeće grupe poslova:<sup>158</sup>

- zaključivanje i realizacija ugovora o emisiji i plasmanu efekata između emitenta i banke, tzv. ugovora o preuzimanju efekata od strane banke,
- zaključivanje i realizacija konzorcijalnog ugovora između banke, kao glavnog posrednika i rukovodioca konzorcijuma i ostalih članica konzorcijuma, i
- realizacija svih organizacionih, tehničkih i informativno-reklamnih aktivnosti potrebnih za plasman emisije investitorima.

Osnovni instrument kojim se regulišu svi međusobni odnosi aktera u emisiji i plasmanu efekata je tzv. ugovor o preuzimanju efekata, koji se zaključuje između emitenta i banke. Ugovorom se regulišu visina emisije, vrsta efekata, uslovi emisije, način utvrđivanja prodajnog i emisionog kursa, način plasmana, oblik plasmana, posrednička ili komisijna provizija, i sl. Potpisnik emisije pomaže kompaniji da sastavi prospekt, tj.

---

<sup>157</sup> Grupa autora, Monografija:Ekonomska efikasnost strategije preduzeća, Ekonomski fakultet Niš, 1995., str. 121

<sup>158</sup> Jovanović Đorđe, Tehnologija rada na tržištu kapitala, Finansije br.1-2, Beograd, 1995., str.43 i 44

pravni dokument koji mora da bude dostupan svim zainteresovanim investitorima.<sup>159</sup> Banka se stara o tačnosti svih informacija u prospektu. **Prospekt** sadrži sledeće grupe informacija:

- *industrijski podaci*: tretman proizvoda na tržištu, važniji konkurenti, vodeći trendovi i razvoj u toj oblasti, i sl.,
- *podaci o emitentu*: razvoj emitenta u poslednje tri godine, važniji proizvodi i usluge, vrste potrošača, važniji dobavljači, mogućnosti snabdevanja, plan razvoja, organizaciona, tehnička i tehnološka struktura i opremljenost, poslovne jedinice, filijale i drugi organizacioni oblici, podaci o rukovodećem timu, nivo zarada, i sl.,
- *finansijski podaci*: analiza završnih računa za najmanje poslednje tri godine, analiza vrednosti i strukture inventara, sirovina, osnovih sredstava, gotovih proizvoda i likvidnosti emitenta, analiza planiranih prihoda i rashoda, analiza zaliha, zakupnina, važnijih predugovora, osiguranja sumnjivih i spornih potraživanja, analiza poreskog statusa, analiza bankarskih veza, i sl.

Sledeća etapa u preuzimanju emisije od strane banke je sam akt preuzimanja, koji je determinisan iznosom emisije. Ukoliko je reč o malom iznosu emisije u odnosu na vlastiti kapital upisnika, banka može samostalno da preuzme celokupan iznos emisije, što se vrlo retko dešava. U praksi je mnogo zastupljenije tzv. konzorcijalno preuzimanje emisije. Dan pre nego što otpočne zvanična prodaja, potpisnici emisije utvrđuju cenu ili kurs emisije, tj. cenu po kojoj će od kompanije otkupiti emisiju akcija. Emisioni kurs određuje se na osnovu berzanske cene efekata prethodne emisije, analize tržišne vrednosti samog efekta, knjigovodstvene vrednosti, odnosa cene i prihoda, kao i na osnovu testiranja tražnje za dotičnom kategorijom efekata. Značajna odredba ovog ugovora je i odredba o metodologiji i načinu utvrđivanja i "negovanja" tržišne cene efekata.

Tehnologija emisije mladih akcija, tzv. "mladica" je specifična u odnosu na tehnologiju emisije efekata na primarnom tržištu, što proizilazi iz karakteristika samih "mladica". Mlade akcije se emituju u cilju povećanja akcionarskog kapitala, pri čemu ova emisija može biti zatvorenog karaktera, kada akcije mogu kupovati samo postojeći akcionari, i otvorenog karaktera, gde se ove akcije plasiraju na primarnom tržištu kapitala ali pod drugačijim uslovima. Naime, usled postojanja prava "preče kupovine", kao značajnog materijalnog prava iz akcija, stari akcionari su u poziciji da koristeći ovo pravo ostvare određeni broj besplatnih akcija. Vrednosni izraz prava "preče kupovine" može se izraziti matematički na sledeći način:

$$V = \frac{Ks - Km}{(s/n) - 1}$$

gde je:

V - vrednost prava preče kupovine,

Ks - cena koštanja (kurs) stare akcije, npr. 500 dinara,

Km - cena koštanja (kurs) mlade akcije, npr. 300 dinara,

s - iznos osnivačkog kapitala pre emisije mladih akcija, npr. 6.000.000,

n - iznos za koji se povećava osnivački kapital emisijom mladih akcija, npr. 2.000.000 dinara.

Na osnovu ovih slobodno uzetih podataka, vrednost prava preče kupovine po jednoj akciji bi iznosila:

$$V = \frac{500 - 300}{(6.000.000 : 2.000.000) - 1} = 200 : 2 = 100 \text{ dinara}$$

---

<sup>159</sup> Moris, K., Siegel, M., Dabić, S., U obliku novca-vodič kroz hartije od vrednosti, IQ media & HAT, Beograd, 1995., str. 42

Zahvaljujući ovom materijalnom pravu, stari akcionari svaku mladu akciju dobijaju za 100 dinara jeftinije. Tako da za lot od 100 akcija, umesto 30.000 dinara ( 100 X 300), treba da izdvoje 20.000 dinara ( 100 X (300-100)). Odnosno sa 30.000 dinara mogu da kupe, koristeći pravo preče kupovine 150 akcija (30.000 : 200).

Banka ugovorom o preuzimanju i konzorcijalnim ugovorom preuzima mlade akcije "en bloc", najpre ih nudeći starim akcionarima. Osim trgovanja sa pravom preče kupovine, sve ostale tržišne transakcije koje se odnose na emisiju i plasman "mladica" istovetne su kao kod emisije i plasmana bilo koje vrste efekata.

Nakon realizacije poslova vezanih za emisiju efekata, pristupa se pripremnim radnjama za plasman, tj. prvu prodaju emitovanih efekata investitorima. Prvi korak koji banka preuzima je ispitivanje pulsa investitora, kako bi se orijentaciono utvrdila tražnja za konkretnim efektom. Ukoliko, iz bilo kojih razloga jedan deo ostane nerealizovan, onda banka taj deo efekata kupuje za sebe i zadržava ga u svom portfelju, najmanje do roka kada se završava plasman i sačinjava konačan obračun troškova emisije.

Postoji niz oblika i načina plasmana emitovanih efekata na primarnom tržištu. najvažniji su: plasman putem javne prodaje (subskripcije), slobodna prodaja, plasman emisije na berzi efekata i prodaja na šalteru, tj. ispod ruke.

Najčešće korišćen način plasmana emisije efekata je *javna prodaja, tj. subskripcija*. Odvija se u nekoliko faza. Prva faza obuhvata organizacione i druge radnje koje sprovodi vodeća banka informišući ostale članove konzorcijuma, koji nakon toga objavljuju u dnevnoj i privrednoj štampi ponudu za prodaju efekata a sve u cilju animiranja investitora za kupovinu. Da bi se uspešno realizovala ova faza neophodna je jaka medijska kampanja. Naime, ponuda za prodaju efekata znači poziv investitorima da izvrše upis efekata, tj. da se obavežu za preuzimanje određenog iznosa emitovanih efekata. Druga faza obuhvata repartiranje, tj. raspodelu na upisnike, u slučaju obilja kapitala, tj. kada ima više interesenata nego raspoloživih efekata. Međutim, ako se upiše manje od ukupne emisije, tada se produžava rok upisa ili se ukupna emisije smanjuje na iznos izvršenog upisa efekata. Treća faza je konačna, tj. definitivna uplata efekata, čime se novi efekat definitivno pusta u promet. Postoje dva načina na koja preduzeća nude efekte javnosti: tradicionalnim upisom efekata i ubrzanim upisom efekata.<sup>160</sup> Posebnu vrstu plasmana emisije putem javne prodaje predstavlja plasman državnih obveznica, koji se vrši putem javnih aukcija.

*Slobodna prodaja efekata* vrši se postepeno i vrlo uspešno se prilagođava tražnji, s tim što banka i konzorcijum zadržavaju pravo na promenu kursa. Slobodna prodaja naročito je svrsishodna kod emisije hipotekarnih založnica, jer kod njih emitent potrebe za kapitalom može podmirivati sukcesivno. Ovaj način emisije efekata zastupljeniji je u SAD nego li u Velikoj Britaniji.<sup>161</sup>

*Plasman efekata na berzi* zahteva sprovođenje postupka "uvođenja emisije na berzi efekata". Plasiranje na ovaj način vrši se postepeno u skladu sa tržišnim prilikama i obično traje duže u odnosu na postupak subskripcije.

*Prodaja na šalterima, tj. ispod ruke* odnosi se na plasman ostatka efekata koji nisu plasirani na jedan od prethodnih oblika prodaje.

Okončanjem postupka plasmana emisije, na neki od prethodnih načina, banke vrše međusobni obračun troškova i raspodelu prihoda od provizije.

Tek nakon okončanja primarne prodaje efekata, počinje njihov "život" na sekundarnom tržištu kapitala. Primarni cilj ovog tržišta je da omogući nesmetan i efikasan proces unovčavanja efekata u gotovinu i gotovine u efekte.

<sup>160</sup> Van Horne, J., Finansijsko upravljanje i politika, MATE Zagreb, 1993., str.568

<sup>161</sup> Foley Bernard, Capital Markets, London, 1991., str.22

Najznačajniji motivi koji se javljaju pri trgovini efektima su:

- *ekonomski motivi*, koji su likrativnog karaktera, jer se očekuje da će ulaganje u efekte doneti najveće prinose u odnosu na druge investicione alternative,
- *špekulativni motivi*, koji pored ekonomskih (zarada po osnovu kursne razlike) imaju i neke subjektivne karakteristike (želja i sklonost ka kockanju i brzom bogaćenju),
- *likvidnosni motivi*, koji za razliku od prethodnih motiva imaju prinudni karakter.

Naime, zahvaljujući mehanizmu sekundarnog tržišta kapitala vlasnici efekata mogu vrlo brzo doći do gotovog novca radi izmirenja svojih obaveza, i obrnuto.

Za uspešno obavljanje operacija na sekundarnom tržištu kapitala neophodno je prisustvo vrhunskih profesionalaca, tj. stručnjaka, jer ogroman broj investitora nije upućen u tajne tih poslova. Uspešno predviđanje cena akcija predstavlja primarnu potrebu akcionara odnosno investitora, jer njima niko ne garantuje prinos (dividenda i kapitalni dobitak) zbog promena tržišnih cena akcija tokom vremena. Proces u kome se predviđa koja će akcija da poveća vrednost, za koliko će se ta vrednost povećati i za koje vreme naziva se analiza akcija. Postoje dva primarna razloga za sprovođenje analize. Prvi razlog se ogleda u pokušaju specificiranja najznačajnijih karakteristika hartija od vrednosti; drugi razlog ogleda se u pokušaju identifikacije podcenjenih hartija. Postoje dva osnovna pristupa analizi akcija: fundamentalna analiza i tehnička analiza.

Fundamentalni analitičari predviđaju budući nivo društvenog bruto proizvoda, budući obim realizacija i zarada određenih industrijskih grana, kao i buduće nivoe realizacija i zarada velikog broja kompanija.<sup>162</sup> **Fundamentalna analiza** je složen proces koji se obavlja u tri faze:

- procena budućeg poslovnog okruženja (analitičari pokušavaju da projektuju sledeće varijable: buduće kamatne stope, bruto društveni proizvod, ulaganja u istraživanje i razvoj, novčanu masu, cenu energije, deficit bilansa plaćanja, budžetski saldo, devizni kurs, promene u poreskom sistemu, stepen zaposlenosti, itd.;
- procena performansi kompanije (menadžment, likvidnost, finansijska snaga, istraživanje i razvoj, odnos sa zaposlenima, efikasnost i profitabilnosti, izgledi za rast i *good will*) i
- procena tržišne vrednosti akcija u budućnosti (fundamentalisti veruju da se vrednost akcija na tržištu zasniva na četiri međusobno povezana kriterijuma. To su: veličina dividende, tj. odnos između dividende i cene akcije, knjigovodstvena vrednost kompanije, keš flou (cash flow) i prihodi kompanije.<sup>163</sup>

Po svojoj prirodi fundamentalna analiza je dugoročni pristup analizi akcija, jer se projekcije prave za nekoliko godina unapred. S obzirom na veliki broj promenljivih i nepoznatih ne pripada egzaktnim analizama, što predstavlja njen osnovni nedostatak. Pored ovog zamera joj se što je radno intenzivna i što zahteva pristup ogromnoj količini ekonomskih i poslovnih informacija. Alternativa za fundamentalnu analizu je **tehnička analiza**.

Za razliku od fundamentalnih analitičara, koji pokušavaju da projektuju stvarnu vrednost hartija od vrednosti, tehnički analitičari svoju pažnju usredsređuju na cene hartija, tj. oni nastoje da predvide kratkoročne promene ponude i tražnje, koje će uticati na tržišne cene jedne ili više hartija. Tehnički analitičari ucrtavaju (unose) istorijske podatke na grafikone, analiziraju ih i pokušavaju da nađu obrasce (šablone), koje bi iskoristili u predviđanju budućih cena. Neke tehnike izrade dijagrama koriste se za predviđanje cena

<sup>162</sup> Sharpe, W., Alexander, G., Investments, 4<sup>th</sup> Edition, Prentice Hall International, str. 684

<sup>163</sup> Vuković, D., Kelečević, L., Dukanac, S., Analiza akcija-strna iskustva, Berza br.2, Želnid, Beograd, 1996., str. 40



pojedinačnih hartija, neke za tržišna kretanja, a neke se koriste za predviđanje i cena pojedinačnih hartija i čitavog tržišta.

Tehnička analiza akcija odnosi se na različite analitičke teorije i metode. Neki od najčešće praćenih tehničkih indikatora su:

a) *Dauova teorija*, koja pokušava da razlikuje prave trendove u primarnom usmerenju tržišta od privremenih zaokreta, koji neibežno prekidaju svaki veliki uzlaz ili opadanje. Koristi se za nagoveštavanje preokreta i trendova na tržištu u celini ili za pojedinačne hartije;

b) *Teorija nestandardnih lotova*, koja ističe premisu da mali investitori, koji kupuju manje od 100 akcija u istom trenutku, uvek greše, jer su obično finansijski neobrazovani i imaju ograničen pristup informacijama;

c) *Teorija kratke prodaje* pripada grupi teorija suprotnog mišljenja. Kratka prodaja znači prodaju hartija koje prodavac ne poseduje. Vršiti se unapred radi sticanja zarade u očekivanju pada cena ili u cilju osiguranja dugih pozicija od rasta cena;

d) *Teorija rasta i opadanja* polazi od toga da ako broj akcija čija cena raste znatno nadmašuje broj akcija čija cena pada, onda je tržište bikovsko, a u obrnutom slučaju reč je o medveđem tržištu;

e) *Teorija rasta i opadanja po obimu* ističe da kada dnevni obim trgovine akcijama raste, valja očekivati da se takav trend nastavi i u budućnosti. Međutim, ako dnevni obim trgovine opada, onda će se smer tekućeg trenda okrenuti.

Tehnička analiza daje dobre osnove u predviđanju kratkoročnih trendova i kretanja cena, dok se ne smatra naročito korisnom analitičkom metodom za utvrđivanje dugoročnih trendova.

Osim postupka vrednovanja efekata-akcija, za uspešno obavljanje savetodavne funkcije, savetnik u banci mora savršeno poznavati i postupak, tj. način iskazivanja tržišne vrednosti akcija. Za tu svrhu koriste se berzanski indeksi (Dow Jones indeks, Standard & Poor's 500, kombinovani indeks Njujorške berze, kombinovani NASDAQ indeks, indeks Tokijske berze - NIKKEI indeks, indeks Londonske berze - LSE index, indeks Pariske berze -CAC, indeks Frankfurtske berze - DAX). Nakon završenog savetovanja sa svojom bankom, kupci i prodavci efekata, samostalno i uz sopstvenu odgovornost i rizik, donose odluke o konkretnim tržišnim operacijama.

Završnu etapu tehnološkog procesa u trgovini efektima predstavlja obračunski i klirinčki promet efekata, kada dolazi do definitivnog izvršavanja međusobnih obaveza između kupaca i prodavaca. Kupac dolazi u posed novih efekata, čime uvećava svoj portfolio, dok prodavac za isti iznos smanjuje svoju imovinu.

Tržišna cena novih običnih akcija zavisi od očekivane buduće zarade kompanije, očekivane stope dividende po akciji, finansijske pozicije kompanije i tekućeg stanja na tržištu kapitala (ponuda i tražnja). Cena akcija u narednim kupoprodajama kretaće se naviše ili naniže u zavisnosti od ukupne situacije na tržištu. Tržišna cena akcije će reflektovati sve bitne promene u kompaniji pri čemu je nezavisna od njene nominalne vrednosti.<sup>164</sup> Kada je reč o tražnji za akcijama možemo govoriti o individualnoj, institucionalnoj i tražnji stranih investitora. Individualna tražnja zavisi od broja pojedinaca preduzetnički orijentisanih sa slobodnim kapitalom namenjenim za kupovinu akcija. Institucionalna tražnja i tražnja stranih investitora su u početnoj fazi razvoja tržišta kapitala zanemarljive, jer postoje brojne prepreke i u samom zakonodavstvu za njihov aktivniji pristup na tržištu kapitala.

*Ponuda akcija* na tržištu kapitala determinisana je brojnim faktorima, od kojih su najvažniji sledeći:

- broj i veličina kompanija,

<sup>164</sup> Howells, P., Keith, B., Financial Markets and Institutions, Longman, London, 1990., str.128

- odnos postojećih vlasnika prema investicijama autsajdera,
- potreba za dodatnim kapitalom,
- politika kamatne stope ( ako su kamatne stope niže od stope inflacije veće je interesovanje kompanija da se zadužuju nego da nedostajući kapital pribavljaju na tržištu kapitala emisijom novih akcija),
- poreske politike, koja treba da ima stimulatívni karakter,
- broj državnih preduzeća ( uticaj države može se ogledati u tome što je ona u situaciji da utiče na povećanje ponude akcija kroz prodaju svoga interesa u javnim kompanijama).

Prema standardnom stavu finansijske teorije, cena akcije treba da odrazi sadašnju vrednost budućeg novčanog toka - dividende, diskontovanog odgovarajućom kamatnom stopom i premijom za rizik. U tom slučaju, smatra se da tržište ima svojstvo fundamentalne efikasnosti vrednovanja.<sup>165</sup> Prema tome, vrednost akcije jednaka je sadašnjoj vrednosti budućeg prinosa koji investitor očekuje.

Vrednovanje običnih akcija suočava se sa dva osnovna problema, kojih nema pri vrednovanju obveznica i preferencijalnih akcija. Prvo, to je veliki stepen neizvesnosti u predviđanju prinosa kao i kolebanje cena akcija, drugo, investitori očekuju da prihod i dividenda stalno rastu, što je najčešće i slučaj, a ne da ostaju postojani, što je takođe moguće.<sup>166</sup> I pored navedenih teškoća, finansijska teorija konstruisala je nekoliko modela za izračunavanje unutrašnje vrednosti običnih akcija. To su: model diskontovanja dividende, model upoređivanja koeficijenata cena/prihod i model diskontovanja gotovinskog toka.

Vrednost akcije primenom *modela diskontovanja dividende* izračunava se na sledeći način:<sup>167</sup>

$$Pe = \frac{D_1}{(1 + R_1)} + \frac{D_2}{(1 + R_2)^2} + \frac{D_3}{(1 + R_3)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1 + R_n)^n} + \frac{Pe_n}{(1 + R_n)^n}$$

gde je:

Pe -tržišna cena akcije,

$D_1, D_2, \dots, D_n$  - očekivana dividenda u 1,2,..., n-toj godini,

$Pe_n$  -cena akcije u n-toj godini,

$R_1, R_2, \dots, R_n$  - diskontna stopa.

Ako pretpostavimo da je očekivana dividenda konstantna, tj. da je ista iz godine u godinu a samim tim i da je diskontna stopa nepromenljiva, napred navedenu formulu možemo prikazati u sažetom obliku:

$$Pe = \sum_{i=1}^n \frac{D}{(1 + R)^i} + \frac{E(Pe_n)}{(1 + R)^n}$$

gde je  $E(Pe_n)$  očekivana cena akcije u n-toj godini.

Ako se pođe od pretpostavke stabilnog rasta dividende, onda je jednačina za izračunavanje vrednosti akcije sledeća:

$$Pe = \frac{D_0(1 + g)}{(1 + R)} + \frac{D_0(1 + g)^2}{(1 + R)^2} + \frac{D_0(1 + g)^3}{(1 + R)^3} + \dots + \frac{D_0(1 + g)^n}{(1 + R)^n} + \frac{D_0(1 + g)^{n+1}}{(1 + R)^{n+1}}$$

gde je:

$D_0$ - dividenda početne, tj. prethodne godine,

$g$  - stopa rasta dividende.

<sup>165</sup> Tobin, J., On the Efficiency of the Financial System, Lloyds Bank Review, July, 1984., str.2

<sup>166</sup> Weston, J. F., Copeland, T. E., Managerial Finance, The Dryden Press, Chicago, 1989., str.696

<sup>167</sup> Keith Pilbeam, Finance and Financial Markets, Macmillan Business, 1998, str.177-178

Ako je  $n$  - broj posmatranih godina, neograničen, prethodna jednačina može se sažeti u sledeću:

$$Pe = \frac{D_1}{R - g}$$

Model diskontovanja dividende može se koristiti za fundiranje strategije ulaganja u jednu izolovanu akciju ali ne i za upoređivanje tržišnih cena dve ili više akcija. U tu svrhu može da se koristi *komparativni model* utvrđivanja vrednosti akcija. Ovaj model se zasniva na korišćenju koeficijenta Cena/Prihod (*Price/Earnings Ratio* ili P/R Ratio). Koeficijent P/E izračunava se na sledeći način:

$$P/E = \text{Cena akcije} / \text{Prihod po akciji},$$

gde prihod po akciji predstavlja odnos između neto prihoda koji se deli akcionarima i ukupnog broja običnih akcija.

Po pravilu investitori će se opredeljavati za ulaganje u akcije koje imaju niži P/E, jer to znači da su te akcije podcenjene. Prema tome, upoređivanje P/E koeficijenata postalo je široko rasprostranjen prost metod za fiksiranje podcenjenih ili precenjenih akcija u okviru šireg skupa akcija.<sup>168</sup>

Utvrdjivanje cene akcija uz pomoć *metoda diskontovanja gotovinskog toka* primenjuje se za izračunavanje vrednosti ukupnog vlasničkog kapitala preduzeća, za razliku od modela diskontovanja dividende, koji se koristi za valorizaciju samo jedne akcije. Navedeni model, kao osnovni parametar, koristi dobit preduzeća pre oporezivanja i matematički se može prikazati na sledeći način:

$$S = \frac{X(1-t)}{R}$$

gde je:

S - vrednost vlasničkog kapitala (kapitalizovan gotovinski tok preduzeća koje emituje akcije),

X - dobit pre oporezivanja,

R - diskontna stopa i

t - stopa poreza na dobit.

Tabela 7: Promet akcijama u 1999.godini izražen u milionima dolara

BERZA	GODIŠNJI PROMET	GODIŠNJA PROMENA (%)
1. Nasdaq	10.466.612,50	89,6
2. Njujork	8.945.205,20	22,2
3. London	3.399.348,80	17,7
4.Pariz-regulis.okruženje	2.892.301,50	40,9
5. Tokio	1.675.640,60	123,2
6. Nemačka	1.551.467,40	4,0
7. Tajvan	913.609,90	2,0
8.Pariz-sistem berze	770.075,60	31,0
9. Madrid	738.726,00	15,4
10.Južna Koreja	733.422,70	405,6

Izvor: Focus Monthly Newsletter, December, 1999., Paris FIBV

<sup>168</sup> Altman, E .I., ed, Handbook of Corporate Finance, McGraw Hill, New York, 1986, str.31

Međutim, u praksi investitori najčešće koriste metod diskontovanja dividende. Ukoliko je motiv investitora ostvarivanje kapitalnog dobitka, onda je reč o akcijama rasta (Growth Stock), dok je kod tzv. dohodovnih akcija (Income Stock) osnovni motiv ostvarivanje dividende.

Koliki je značaj akcija, kao instrumenta obezbeđenja nedostajućeg kapitala, možemo videti iz veličine prometa datog u tabeli 7, a na osnovu podataka Međunarodne federacije berzi (FIBV).

### 2.2.2.2. Obveznice - emisija i trgovina

Najzastupljeniji oblik dugoročnog duga savremenog preduzeća tržišne privrede predstavljaju obveznice. Obveznica je certifikat, obično prenosiv, koji obećava imaću da će mu biti plaćena određena suma novca na određeni dan plus kamata po navedenoj stopi u toku veka trajanja druga.<sup>169</sup> Obveznice su pogodna forma da se dugoročne potrebe za kapitalom razbiju u manje delove, što omogućava preduzeću da lakše prikupi znatno veću sumu novca, nego što bi moglo dobiti iz samo jednog kreditnog izvora. Pre donošenja odluke o emisiji obveznica kao dugoročnog duga, organi upravljanja preduzeća moraju raspraviti mnoštvo problema poslovno-finansijske prirode. Pre svega, ukupne potrebe za finansijskim sredstvima moraju da budu limitirane na iznos duga koji se može preuzeti bez suviše rizika, što zahteva ozbiljnu analizu postojećeg finansijskog stanja i budućih očekivanih prihoda. Drugo, emisija obveznica pretpostavlja i njihovo povlačenje, odakle proističe neophodnost da se predvide i planiraju budućí tokovi gotovine iz kojih preduzeće treba da podmiri ove obaveze. Najzad, preduzeće treba da odluči da li će emisija obveznica biti osigurana hipotekom ili ne.

Obveznice su kamatonosne hartije od vrednosti koje investitori kupuju od korporacija i države. Zajmoprimaoci, tj. emitenti za sebe obezbeđuju potrebna sredstva u gotovom, a zajmodavci, tj. investitori prihoduju kamatu. Investitorima su obveznice izuzetno privlačne jer se po osnovu njih u redovnim intervalima isplaćuje kamata. Pored toga, emitent se obavezuje da o roku isplati ukupan iznos zajma, što obveznice čini manje rizičnom investicijom u odnosu na investiranje u akcije. Svaka obveznica ima fiksni datum dospeća, kada se obveznica mora isplatiti u punom iznosu, tj. zajam se mora vratiti po nominalnoj vrednosti. Kamata na obveznice utvrđuje se u vreme njihovog emitovanja. Mora da bude konkurentna, što znači da visina kamate treba da bude približna prihodu koji investitori mogu da ostvare po osnovu ulaganja u druge oblike aktive, tako da se kamatna stopa na obveznice utvrđuje u skladu sa tekućim kamatnim stopama.

Na tržištu kapitala istovremeno cirkulišu različite vrste obveznica, pa je stoga uputno ukazati na njihove osnovne karakteristike. Postoji veliki broj klasifikacija obveznica prema različitim kriterijumima.

Interesantno je pomenuti klasifikaciju obveznica koju su dali B.B. Howard i M. Upton još davne 1953.godine.<sup>170</sup> Po njima osnovni kriterijumi za klasifikaciju obveznica su: stepen njihovog obezbeđenja, način učešća u prihodima i dobitku i metode njihovog povlačenja.

**Prema stepenu obezbeđenja** obveznice se dele na *neosigurane* i *hipotekarne*. Doduše, sam termin *neosigurane obveznice* nije sasvim tačan s obzirom da su prava držaoca tih obveznica zaštićena vrednošću nezaložene imovine, tj. postojećim kreditnim bonitetom i potencijalnom snagom zarađivanja preduzeća dužnika. Sa druge strane, postoji

---

<sup>169</sup> Anthony, N. R., Managerial Accounting, Richard Irwin, Inc. Homewood, Illinois, 1964., str.200

<sup>170</sup> Howard, B. B., Upton, M., Introduction to Business Finance, Mc Graw-Hill, Book Company, Inc., 1953., str.465

više vrsta *hipotekarnih obveznica* koje se međusobno razlikuju po obliku založene imovine, prioritetu prava na založenu imovinu i pravu emitovanja novog duga. Najčešći je slučaj da se hipotekarne obveznice emituju na bazi zalaganja zemljišta i nepokretne imovine. Međutim, često se u zalogu daju pokretna imovina i hartije od vrednosti. Kada je reč o pravu na založena sredstva u slučaju likvidacije preduzeća, hipotekarne obveznice se dele na *seniorske* i *juniorske*. *Seniorske obveznice* obezbeđuju svojim vlasnicima prioritetnije pravo na naknadu potraživanja iz likvidacione mase založenih sredstava, dok samo ostatak te vrednosti može biti upotrebljen za izmirenje *juniorskog duga*. Sa stanovišta prava na emisiju dodatnog duga razlikuju se *zatvorene* i *otvorene* hipotekarne obveznice. U slučaju zatvorenih hipotekarnih obveznica preduzeće ne može da prodaje dodatne obveznice na bazi zalaganja iste imovine. Nasuprot tome, kada se radi o otvorenim obveznicama, emisija dodatnog duga je moguća. U slučaju likvidacije preduzeća, zatvorene obveznice bi imale status seniorskog prava na založena sredstva i bile bi u celini izmirene.

Drugi osnovni kriterijum po kome se obveznice razlikuju u praksi predstavlja *način njihovog participiranja u dobitku preduzeća dužnika*. Kao što je poznato, najčešći je slučaj da obveznice nose fiksnu godišnju kamatu, koja se najčešće plaća polugodišnje, u toku veka trajanja duga. Sa stanovišta tehnike plaćanja kamate, obveznice se mogu podeliti na *kuponske* i *registarske*. Svaka kuponska obveznica ima odgovarajući broj kamatnih kupona koji se seku i predaju banci na naplatu, na isti način na koji se naplaćuje ček. Kod registarskih obveznica ime vlasnika se vodi u knjigama preduzeća, odakle mu se u rokovima plaćanja kamate šalje ček koji on podnosi banci na naplatu. Da bi animirala potencijalne ulagače na kupovinu obveznica, preduzeća često emituju obveznice, koje pored fiksnog prinosa u vidu kamate daju i izvesno pravo učešća u raspodeli ostvarenog dobitka preduzeća dužnika.

Kada je reč o *klasifikaciji obveznica sa stanovišta njihovog povlačenja* treba reći da se u praksi najčešće javlja slučaj da se povlačenje obveznica, tj. otplata glavnice duga vrši odjednom na dan njegovog konačnog dospeća. Međutim, moguć je i drugačiji aranžman, u kome se otplata glavnice ne vrši odjednom, nego postepeno u vidu periodičnih rata u toku veka trajanja duga. To se može uraditi na dva načina: sistematski po unapred utvrđenim i dogovorenim rokovima dospeća, kao u slučaju serijskih obveznica, ili bez unapred utvrđenog plana, kao u slučaju opoziva ili kupovine obveznica na tržištu kapitala.

Značajno je pomenuti klasifikacije obveznica, koje je dao Bernard Foley.<sup>171</sup> On uzima u obzir dva kriterijuma: finansijsku strukturu i tržišta na kojima se emituju obveznice.

*Finansijska struktura obveznica* zavisi od prirode njenih kupona, od rokova dospeća i cene kod otkupa. Prema ovom kriterijumu razlikujemo:

- a) *obične obveznice*, kao najjednostavnija vrsta obveznica. Nose fiksnu kamatu, rok dospeća je poznat i ne može se menjati, a zna im se i vrednost (bar nominalna);
- b) *večne ili neotkupive obveznice*, koje nemaju rok dospeća. Neke od njih se mogu otkupiti ali samo prema želji njihovih emitenata. Primer za ove obveznice su obveznice ratnog zajma Velike Britanije s kuponom od 3,5%, koje su mogle biti otkupljene 1961.godine ili kasnije. Vlada se obavezala da će ih otkupiti samo u slučaju da kamatna stopa padne ispod 3,5%, što se još nije dogodilo;
- c) *obveznice bez kupona* ne donose prihod u obliku kamate, ali se zato prodaju po velikom diskontu, tako da se celokupan prinos od ovih obveznica ostvaruje u vidu kapitalnog dobitka, kada obveznica dospe na naplatu;

---

<sup>171</sup> Bernard J Foley, Tržište kapitala, MATE, Zagreb, 1991., str.76-78

- d) *konvertibilne obveznice* su one koje njihov vlasnik može zameniti za drugu vrstu hartija od vrednosti ( za druge obveznice ili akcije istog emitenta), prema tačno određenim uslovima;
- e) *obveznice s varantom* imaju certifikat koji njihovom vlasniku daje pravo kupovine neke druge hartije u budućnosti po fiksnoj ceni;
- f) *indeksirane obveznice* osmišljene su tako da njihova vrednost u roku dospeća zavisi od kretanja nekog određenog indeksa;
- g) *obveznice denominirane u dve valute* su obveznice čiji su kupon i otkupna cena iskazani u različitim valutama. Npr. kupon se može isplaćivati u švajcarskim francima, a glavnica u američkim dolarima.

**Prema tržištima na kojima su emitovane obveznice** se dele na:

- a) *domaće obveznice* - to su one obveznice koje država, korporacije i lokalne vlasti emituju na domaćem tržištu;
- b) *inostrane obveznice* - javljaju se u slučaju kada njihovi emitenti koriste tržišta drugih zemalja za prodaju. Najpoznatije su "Yankee" obveznice. Reč je o obveznicama stranih firmi u SAD koje glase na američke dolare. U Velikoj Britaniji to su "Bulldog" obveznice, dok se u Japanu one nazivaju "Samurai" obveznice;
- c) *euroobveznice* su obveznice koje se emituju u drugoj valuti i kojima se trguje na više finansijskih tržišta.

Prema profesoru Vasiljeviću najpotpuniji analitički osnov za razvrstavanje različitih struktura dugoročnih obveznica jeste *tip emitenta*.<sup>172</sup> Prema ovom kriterijumu razlikujemo:

a) **Državne obveznice** - država ih emituje u cilju refinansiranja deficita budžeta, tj. radi obezbeđenja sredstava za neinflatorno finansiranje dugoročnih izdataka namenjenih realizaciji državnih funkcija (naoružanje) i za finansiranje infrastrukturnih projekata. Državne dugoročne obveznice (Treasury Bonds u SAD i Gilts u Engleskoj) su istorijski posmatrano prvi finansijski instrumenti i njihova pojava vezana je za sredinu 16-og veka. Obzirom da se zasnivaju na poreskoj snazi države važe za najkvalitetnije hartije na tržištu kapitala. Postoje razne vrste državnih obveznica:

- *perpetualne obveznice* (Perpetual Bonds) su obveznice bez roka dospeća (važe neopgraničeno i mogu se prenositi u nasleđe) i donose vlasniku stalni godišnji prihod;
- *amortizacione obveznice* (Amortized Bonds) donose investitoru jednake periodične iznose, sastavljene od glavnice i kamate;
- *kuponske obveznice* (Coupon Bonds) su obveznice kod kojih se kamata isplaćuje periodično a glavnica odjednom u roku dospeća;
- *osigurane obveznice* (Collateralized Bonds) su obveznice za čiju otplatu su založeni tačno utvrđeni državni prihodi;
- *indeksirane obveznice* (Index-Linked Bonds) su one kod kojih su kamata i glavnica vezane za kretanje cena na malo;
- *štedne obveznice* (Savings Bonds) namenjene su štednji stanovništa i one su bez prava prenosivosti, tj. tržišnosti;
- *odrezane obveznice* (Stripped Bonds) predstavljaju derivat kuponskih obveznica.

Po pravilu sve državne obveznice prodaju se putem aukcija. Vrlo su atraktivne za kupce bez obzira što nude niske prinose. Međutim, za uzvrat nose nizak kreditni rizik a vrlo često nude i razne poreske beneficije.

- c) **Obveznice lokalnih organa vlasti** - izdaju se radi finansiranja kapitalnih projekata ili refinansiranja na duži rok budžetskog deficita.

<sup>172</sup> Vasiljević Branko, Osnovi finansijskog tržišta, Diamond HARD, Beograd, 1997., str.167

Razlikujemo:

- *opšte obveznice* (General Obligation Bonds) emituju se na bazi poreske snage izdavaca, tj. isplaćuju se iz prihoda budžeta ili iz prihoda iz posebnih izvora;
- *prihodne obveznice* (Revenue Bonds) emituju se u cilju finansiranja pojedinih projekata ili preduzeća (aerodromi, bolnice, škole, luke, električne centrale). Osigurane su zalaganjem prihoda koji ostvaruje realizovani projekat odnosno finansirano preduzeće;
- *hibridne obveznice* (Hybrid Bonds) imaju karakteristike prethodnih dveju vrsta, ali i posebna obeležja koja se odnose na svrhu, izvore otplate, osiguranje, itd. Predstavnik ovih obveznica su obveznice osigurane polisom osiguravajućeg društva;
- *note* (Municipal Notes) su obveznice lokalnih organa vlasti sa relativno kratkim rokom dospeća (do 3 godine). Izdaju se radi premošćavanja jaza u prilivu određenih budžetskih prihoda. Najčešće su oslobođene poreza, pa su s tog aspekta vrlo atraktivne za investitore.

c) **Korporativne obveznice** - emituju preduzeća u cilju prikupljanja nedostajućih sredstava za kapitalna ulaganja. Sa stanovišta metode otplate razlikujemo:

- *kamatne korporativne obveznice* (Interest Corporate Bonds) koje emituju preduzeća po nešto višoj kamatnoj stopi u odnosu na državne obveznice, kako bi privukla što veći broj investitora;
- *diskontne korporativne obveznice* (Discount Corporate Bonds) preduzeća prodaju po nižoj ceni od nominalne, a o roku dospeća ih isplaćuju po nominalnoj vrednosti;
- *dohodovne korporativne obveznice* (Income Corporate Bonds) sadrže obećanje plaćanja kamate, ali je to plaćanje uslovljeno odgovarajućim nivoom neto prihoda preduzeća. Kamata koja se plaća može biti kumulativna, odnosno obaveza isplate može biti prenetu u naredni period.

Prema načinu obvezbeđenja otplate, korporativne obveznice mogu biti:

- *obične obveznice* (Debentures) - kod kojih je opšta kreditna sposobnost emitenta ustvari garancija otplate obveznice;
- *hipotekarne obveznice* (Mortgage Bonds) - su obveznice čija je otplate osigurana založenom imovinom emitenta;
- *garantovane obveznice* (Guaranteed Bonds) - predstavljaju obavezu preduzeća, čija je isplata garantovana od strane nekog drugog ekonomskog subjekta.

Korporativne obveznice mogu biti posmatrane i sa stanovišta mogućnosti otkupa od strane emitenta (Redeemable). Naime, emitent ima pravo da otkupi emisiju pre roka dospeća u celini ili delimično, uz premiju na nominalnu vrednost koju će isplatiti investitorima. On to pravo koristi u slučaju pada tržišnih kamatnih stopa. Otkup se obično vrši u prvih 5 do 10 godina posle emisije, korišćenjem prihoda od emisije novih obveznica sa nižom kamatnom stopom. Takav tip otkupa naziva se refinansiranje. Međutim, ako se vrši delimičan otkup, obveznice koje se otkupljuju određuju se metodom slučajnog izbora (serijska obveznica) ili na proporcionalnoj osnovi.

d) **Hipotekarne obveznice** - predstavljaju oblik dugoročnih obveznica čija je otplate osigurana imovinom. One se koriste za finansiranje izgradnje komercijalnih objekata koji su usmereni na stvaranje prihoda, kao što su hoteli, kancelarijski prostor, trgovački centri, itd, kao i za finansiranje preduzeća. Ove obveznice osigurane su samo svojinom nad imovinom, odnosno delom imovine preduzeća, a ne i opštim prihodom korisnika.

Osnovne vrste primarnih hipotekarnih obveznica su:<sup>173</sup>

---

<sup>173</sup> F. J. Fabozzi, I. M. Pollack, eds, Handbook of Fixed Income Securities, Dow Jones Irwin, Homewood, 1987., str.237-240

- *opšte hipotekarne obveznice (Mortgage Bonds)*, osigurane hipotekom prvog ili drugog reda na ukupnoj imovini preduzeća (mogu postojati i više tranši ovih obveznica);
- *specifične hipotekarne obveznice (Property Specific Bonds)*, koje su osigurane vlasništvom nad jednim objektom;
- *grupne hipotekarne obveznice (Pooled Property Bonds)*, koje imaju za podlogu hipoteku nad više objekata iste vrste na više lokacija i
- *certifikati založene opreme (Equipment Trust Certificates)*, osigurane su zalogom opreme, posebno transportnih sredstava.

Hipotekarne obveznice po svojoj strukturi slične su dohodnim obveznicama države ili lokalnih vlasti, koje se otplaćuju prihodom koji ostvaruje realizovani projekat, za čiju izgradnju su emitovane obveznice.

Da bi se omogućilo refinansiranje hipotekarnih institucija, često se koristi emitovanje sekundarnih hipotekarnih obveznica, kojima kao kolateral služi hipotekarni portfolio, a koje se otplaćuju iz prihoda hipotekarnih institucija. Ove obveznice emituju se uz državnu garanciju otplate.

Po pravilu kod svih hartija od vrednosti javlja se razlika između kupoprodajne cene utvrđene na sekundarnom tržištu u odnosu na emitovanu, tj. nominalnu vrednost koja se utvrđuje na primarnom tržištu. Nominalna vrednost predstavlja novčani iznos na koji ista glasi, a koji je upisan na hartiji, što u stvari znači da ona predstavlja iznos potraživanja vlasnika hartije, koji će on naplatiti od njenog emitenta na dan dospeća. Cena koštanja hartije predstavlja novčani iznos koji kupac treba da plati emitentu kod njene prve prodaje. Tržišna cena hartija predstavlja novčani iznos po kome se ostvaruje druga i svaka njena dalja kupoprodaja na sekundarnom tržištu. Kupovina obveznica je kupovina budućih prihoda.<sup>174</sup> U krajnjoj instanci cena bilo koje hartije zavisi od ponude i tražnje za njom. U tom smislu, vrednost obveznice utvrđuje se na osnovu kamatne stope koja se po njoj isplaćuje, kao i na osnovu stanja u privredi. Bez obzira što na tržištu dolazi do promena kamatnih stopa, kamata po obveznicama je fiksna i ne menja se. Ako je kamatna stopa na obveznice viša od kamatne stope koja se isplaćuje po nekom drugom osnovu, investitori su spremni da za obveznicu plate više da bi postali njeni vlasnici. U ovom slučaju obveznice se prodaju sa premijom, tj. po višoj ceni od nominalne vrednosti uz ostvarenje kapitalnog dobitka. Međutim, ako je kamatna stopa po obveznicama niža od tržišne kamatne stope, onda se obveznice prodaju uz diskont, tj. po nižoj ceni od njene nominalne vrednosti, pri čemu se ostvaruje kapitalni gubitak.

Ukoliko investitor veruje da je tržište obveznica efikasno, neophodan je ekonomski razborit i logičan pristup identifikaciji obveznica radi njihovog vrednovanja. Takav metod vrednovanja obveznica je metod kapitalizacije prihoda (*The Capitalization of Income Method*). Ovaj metod se bazira na diskontovanju novčanih tokova koje investitor očekuje da primi u budućnosti na osnovu vlasništva nad određenom imovinom. Jedan od načina primene ovog metoda je komparacija prinosa po dospeću obveznice  $y$  (bond's yield-to-maturity) sa procenjenim prinosom po dospeću te obveznice  $y^*$  (appropriate yield-to-maturity). Ukoliko je prinos po dospeću veći od procenjenog prinosa, tj.

$$y > y^*,$$

onda se za takvu obveznicu kaže da je podcenjena (Underpriced) i ona je kandidat za kupovinu. Nasuprot tome, ako je prinos po dospeću manji od procenjenog prinosa, tj.

$$y < y^*,$$

onda se ta takvu obveznicu kaže da je precenjena (Overpriced) i ona je kandidat za prodaju ili čak za kratku prodaju. Međutim, ukoliko su ova dva prinosa jednaka, tj.

$$y = y^*,$$

<sup>174</sup> Howells Peter, Keith Bain, Financial Markets and Institutions, op. cit. str. 123



onada je obveznica dobro vrednovana.

Osim ovog, postoji i drugi postupak koji se zasniva na proceni realne, tj. unutrašnje odnosno imanentne cene (*bonds true od intrinsic value*) i njenoj komparaciji sa tekućom tržišnom cenom (*bonds current market price*). Analogno prethodnim konstatacijama, ukoliko je realna, tj. unutrašnja vrednost obveznice veća od njene tekuće tržišne cene, onda je ta obveznica podcenjena, što znači da je kandidat za kupovinu. I obrnuto, ukoliko je unutrašnja vrednost obveznice manja od njene tekuće tržišne cene, onda je obveznica precenjvana, tako da je ona kandidat za prodaju. Inače, tekuća tržišna cena obveznice može se izračunati po sledećoj formuli:

$$P = \frac{I}{(1+i)} + \frac{I}{(1+i)^2} + \frac{I}{(1+i)^3} + \dots + \frac{I}{(1+i)^n} + \frac{F}{(1+i)^n}$$

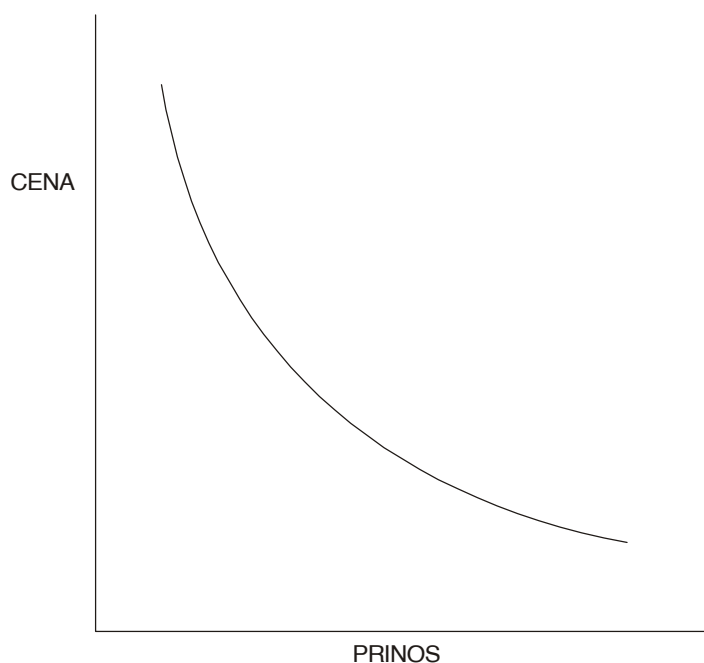
ili

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+i)^t} + \frac{F}{(1+i)^n}$$

gde je:

- P - tekuća tržišna cena obveznice,
- n - broj isplatnih perioda (broj godina podeljen sa 2),
- I - polugodišnja kamata,
- i - diskontna stopa,
- F - nominalna vrednost obveznice,
- t - vremenski period u kome se realizuje isplata kamate.

Analizirajući ovu jednačinu, a pod pretpostavkom nepromenjenog *cash flow-a*, proizilazi da će se cena obveznice kretati u obrnutoj srazmeri sa promenama u diskontnoj stopi, što se može prikazati i grafički.



Grafikon 6: Odnos cene i prinosa obveznice

Kako je ključni element u analizi obveznica procena vrednosti procenjenog prinosa po dospeću ( $y^*$ ), to pretpostavlja da se dalja pažnja usmeri na identifikaciji karakteristika

obveznica. Najznačajnije karakteristike koje treba uzeti u obzir pri analizi obveznica su sledeće:<sup>175</sup>

a) *Dužina vremena do dospeća obveznice* (The length of time until maturity) je značajna karakteristika obveznice, jer ona determiniše veličinu i vreme kretanja novčanog toka, koji je obećan kupcu, tj. vlasniku obveznice od strane emitenta. Što je vreme do dospeće obveznice duže, to znači da je obveznica više izložena riziku, te da stoga povećani rizik treba kompenzirati većim prinosom, i obrnuto.

b) *Godišnja kamatna stopa* (Coupon Rate) ključna je karakteristika obveznice. Naime, emitent obveznice obavezuje se da će vratiti glavnicu u roku dospeća i da će, najčešće polugodišnje, isplaćivati kamatu. Po pravilu državne obveznice su veoma sigurna investicija, te stoga nude nižu kamatu, dok su korporativne obveznice rizičnije, tako da one nude i viši prinos, tj. kamatnu stopu. Kao što je napred pomenuto, visina kamatne stope povezana je i sa rokom dospeća obveznice. Ukoliko je rok dospeća obveznice kraći, niža je i kamatna stopa, i obrnuto, duži rok dospeća podrazumeva višu kamatnu stopu.

c) *Provizija za otkup obveznice pre roka dospeća* (Call provisions) podrazumeva plaćanje određene nadoknade trenutnim imalcima obveznica, koje su predmet otkupa pre roka dospeća. Postoje vremena kada su, po istorijskim standardima, prinosi po dospeću relativno visoki, tako da obveznice emitovane u tim periodima, na prvi pogled, predstavljaju neobično atraktivnu investiciju. Međutim, dublje analize pokazuju da to stvarno nije tako, jer najveći broj korporativnih obveznica sadrži proviziju za otkup pre roka dospeća, što znači da emitent može otkupiti obveznice pre roka dospeća i to po pravilu po ceni većoj od njene nominalne vrednosti. Ova cena poznata je pod nazivom *cena opoziva* (call price), dok razlika između nje i nominalne vrednosti obveznice figurira pod nazivom *premija opoziva* (call premium). Emitent će naći finansijsku prednost da opozove, tj. da otkupi postojeću obveznicu ako posle njene inicijalne prodaje dođe do pada prinosa za slične obveznice na tržištu. Naime, tada je emitent spreman da ove obveznice zameni obveznicama sa nižim prinosom, jer će ga to u sumi manje koštati. Empirijska istraživanja pokazuju da što je viša godišnja kamatna stopa obveznica, koje se mogu otkupiti pre roka dospeća, utoliko je veće odstupanje između stvarnog i obećanog prinosa.

d) *Poreski status obveznice* (Tax status) bitno utiče na cene obveznica i na njihove prinose. Na primer obveznice koje nude niske prinose, a koje se prodaju po diskontnim cenama, obezbeđuju prinos u dva oblika: u obliku kamate i u obliku kapitalnog dobitka. U SAD ovi prinosi podležu oporezivanju, ali porez na kapitalni dobitak može biti odložen sve do momenta prodaje obveznice ili njenog dospeća na naplatu. Kao što vidimo, obveznice koje se prodaju po diskontnim cenama donose povoljnosti pri oporezivanju zbog odlaganja plaćanja poreza. Prema tome, ovakve obveznice bi trebalo da imaju neznatno niži prinos pre oporezivanja od obveznica koje nude više prinose. Istraživanja pokazuju da neoporezovane municipalne obveznice imaju prinos po dospeću, koji je 20-40% niži od prinosa koji nose slične oporezive obveznice.

e) *Utrživost* (Marketability) podrazumeva mogućnost da investitor može brzo i lako konvertovati svoju imovinu (u ovom slučaju obveznice) za gotov novac, bez odobravanja većih diskonta. Napr. ako neko poseduje Rembrantovu sliku (koja pripada nelikvidnoj aktivi) i želi da je proda u roku od jednog sata, moraće da je ponudi po relativno niskoj ceni. Međutim, ako prodaja nije hitna može se organizovati aukcija, što bi impliciralo prodaju slike, ali po znatno višoj ceni. Najznačajnija mera utrživosti obveznica je razlika između kupovne i prodajne cene obveznica pri njihovom kotiranju (*bid-ask spread*). Ova razlika će biti niža kod obveznica kojima se aktivno trguje na berzi u odnosu na neaktivne obveznice. Ovo je zbog toga što su dileri mnogo izloženiji riziku kad trguju neaktivnim obveznicama, nego li kada trguju aktivnim obveznicama. Izvor rizika leži u

<sup>175</sup> Sharpe W., Alexander G., Investments, Prentice Hall International, New York, 1990., str.357

setu hartija koje diler drži u svom portfelju, tj. u činjenici da se kamatne stope u globalu mogu kretati na način koji će prouzrokovati gubitke kod dilera. Shodno tome, obveznice kojima se aktivno trguje imaju niži prinos po dospeću i veću unutrašnju vrednost od neaktivnih obveznica.

f) *Verovatnoća neizvršenja obaveza iz obveznice* (Likelihood of default) svakako je karakteristika koja se mora uzeti u obzir pri analizi obveznica. Vodeće agencije za rangiranje obveznica su Standard & Poor's Corporation i Moody's Investors Service, Inc. Agencije za rejting analiziraju čitav niz pokazatelja pre nego li pristupe rangiranju obveznica, kao što su:

- trendovi pokazatelja likvidnosti, zaduženosti, profitabilnosti i pokrivača;
- poslovni rizik preduzeća (iz prethodnog perioda, ali i očekivani);
- sadašnje i buduće potrebe za kapitalom;
- specifične osobine instrumenata koji se emituju;
- relativno učešće duga u ukupnom kapitalu preduzeća;
- sposobnost redovnih isplata glavnice i kamate, itd.

Ove agencije obezbeđuju procenu kreditnog rejtinga na hiljade državnih i korporativnih obveznica. Tako rangirane obveznice predstavljaju indikator verovatnoće neizvršenja obaveza od strane emitenta. I jedna i druga agencija vrše rangiranje obveznica ili prema kreditnoj moći emitenta (*investment grade*) ili prema stepenu špekulativnosti (*speculative grade*), što se može videti iz sledeće tabele.

Obveznice rangirane prema kreditnoj moći emitenta su obveznice koje su označene sa jednom od prve četiri oznake na početku rejting liste (AAA, AA, A, BBB) kod Standard & Poor's<sup>176</sup>, tj. kod Moody's Service (Aaa, Aa, A, Baa),<sup>177</sup> dok su obveznice rangirane prema stepenu špekulativnosti nižeg rejtinga, i nalaze se na doljem delu lestvice.

Tabela 8: Rangiranje obveznica prema agencijama za rejting

Moody's	S & P	Značenje
Aaa	AAA	Najkvalitetnije, sa najmanjim rizikom
Aa	AA	Visok kvalitet, sa malo povećanim rizikom
A	A	Viša srednja kategorija, dobre karakteristike
Baa	BBB	Osrednjeg kvaliteta
Ba	BB	Sa špekulativnim elementima, umerena sigurnost
B	B	Sa nedostatkom karakter. poželjnog ulaganja
Caa	CCC	Izuzetno špekulativna, lošeg kvaliteta
Ca	CC	Vrlo špekulativna, često nenaplativa
C	C	Najniži rejting
D	•	Emitent ne izvršava obaveze

Ako analiziramo hipotetičku obveznicu, čiji je obećani prinos po dospeću 11% sa visokim rizikom neizvršenja i očekivanim prinosom od 8%, da se lako uočiti da ova razlika između obećanog i očekivanog prinosa od 3% predstavlja premiju za neizvršenje (*default premium*). Prema tome, svaka obveznica kod koje postoji mogućnost neizvršenja trebalo bi da nudi ovu premiju. Veličina premije za neizvršenje zavisi od verovatnoće neizvršenja i visine mogućeg finansijskog gubitka vlasnika obveznice u slučaju neizvršenja plaćanja.

<sup>176</sup> Standard & Poor's Guide, New York, February 1988.

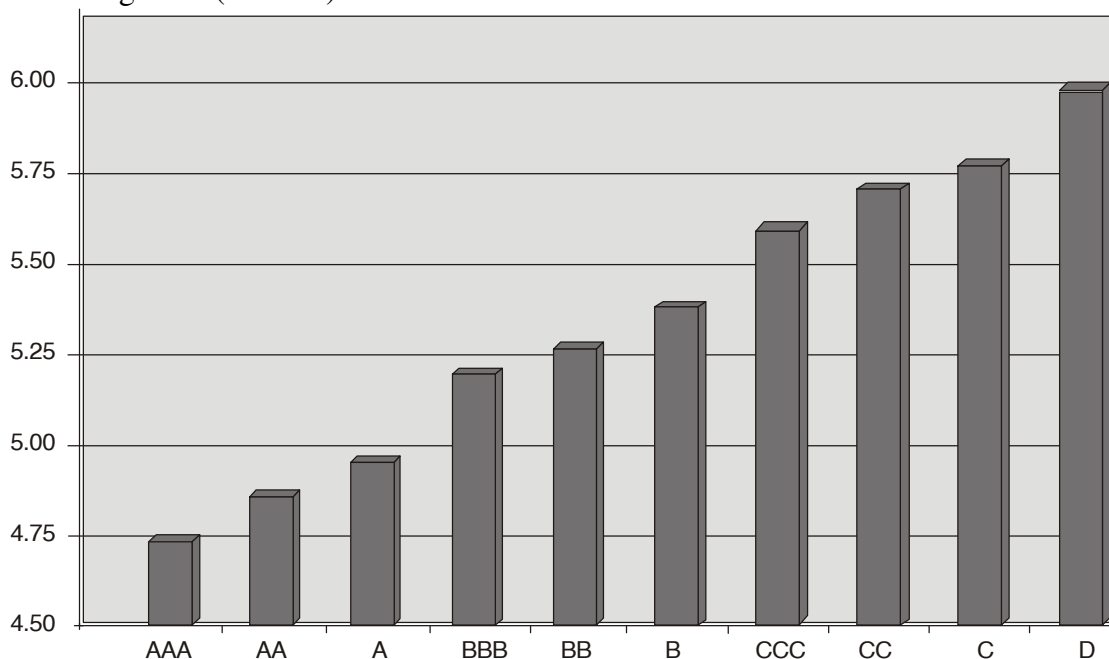
<sup>177</sup> Moody's Bond Record, New York, January, 1988.

Generalno posmatrano što je veći rejting obveznice, to je niža njena kamatna stopa. Ovaj odnos između rejtinga i kamatne stope možemo videti iz grafikona 5.

Grafikon nesumljivo pokazuje da između nivoa rejtinga obveznice i kamatne stope za tipičnu obveznicu postoji inverzija, tj. obrnuta proporcionalnost. Signifikantno smanjenje ranga hartije od vrednosti obično je manifestacija fundamentalnih problema koji mogu stvoriti kako implicitne, tako i eksplicitne troškove korišćenja finansijske poluge.

Kao što se može videti ovaj posao nije nimalo lak, jer je analiza vrlo složena i sveobuhvatna. Tek nakon završene analize, analitičari pristupaju identifikaciji obveznica sa neodgovarajućim cenama, i predlažu investitorima njihovu kupovinu ili prodaju.

O kolikim se impozantnim sumama radi kada je u pitanju pribavljanje kapitala putem dugovnih instrumenata najbolje ilustruju podaci o ostvarenom prometu obveznica u toku 1999.godine (tabela 9).



Grafikon 7: Odnos između rejtinga i kamatne stope

Tabela 9: Promet obveznicama u 1999.godini (izražen u milionima US dolara)

BERZA	GOD. PROMET	GOD. PROMENA (%)
1. Pariz-regul. okruženje	15.356.935,20	12,50
2. Italija	2.661.484,50	-1,80
3. Johannesburg	1.457.701,60	-3,10
4. Kopenhagen	1.408.149,10	8,30
5. Štokholm	1.386.022,40	-15,50
6. Nemačka	1.368.678,00	-8,70
7. Amsterdam	319.303,50	7,80
8. Južna Koreja	249.315,60	-
9. Oslo	118.056,50	-20,30
10. Švajcarska	99.168,70	-37,80

Izvor: Focus Monthly Newsletter, December, 1999., Paris FIBV

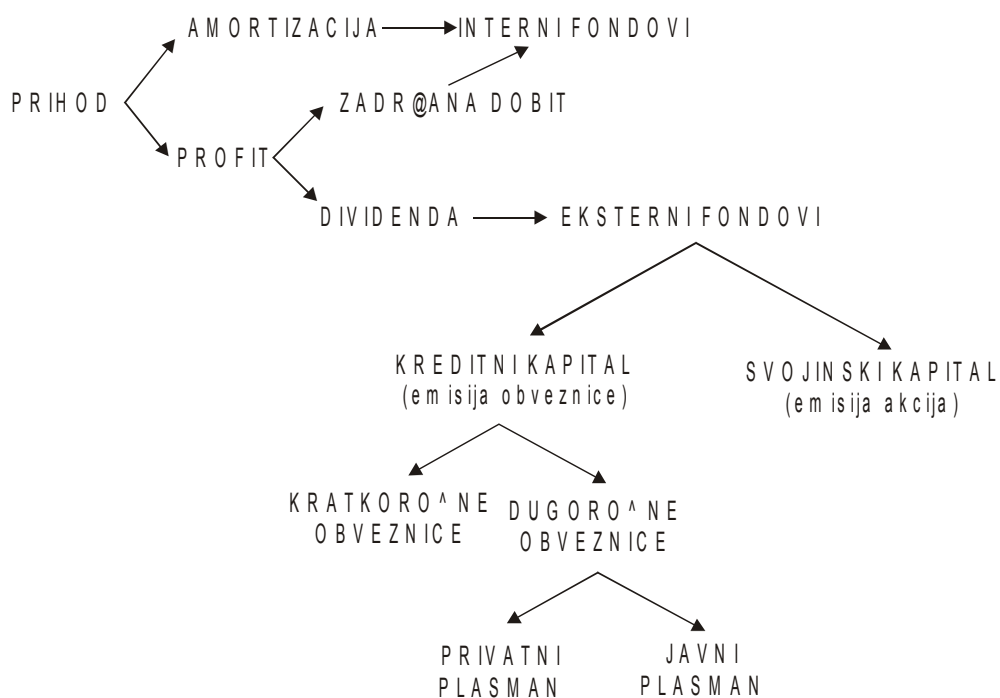
U pribavljanju dugoročnih sredstava akcionarsko društvo donosi niz finansijskih odluka. Pred utvrđivanje iznosa finansiranja, one obuhvataju izbor između niza alternativa - koristiti interne ili eksterne izvore finansiranja, emitovati svojinske ili društvene finansijske instrumente, utvrditi ročnost instrumenata, odrediti tajming emisije, opredeliti se između javnog ili privatnog plasmana.<sup>178</sup> Faktori koji determinišu donošenje optimalne finansijske odluke preduzeća predmet su teorije korporativnih finansija.

Kao što se iz sheme 17 vidi, preduzeće donosi čitav niz finansijskih odluka, kao što su: odluke o raspodeli prihoda, o raspodeli profita, u vezi leveridža, o ročnosti pribavljenih sredstava, o obliku plasmana emisije i o realnom investiranju.

Prema statističkim podacima razvijenih zemalja osnovni izvor finansiranja preduzeća su interno generisana sredstva, čije učešće u ukupnim sredstvima finansiranja preduzeća nije ispod 40%.<sup>179</sup>

Eksterno finansiranje korporacija, kao što smo videli, realizuje se posredstvom tržišta kapitala i pretpostavlja emitovanje dugoročnih obveznica, akcija ili hibridnih instrumenata. Za akcije je karakteristično sledeće:

- njihova emisija znači pribavljanje kapitala, koje zavisi od uspeha firme;
- izražavaju *pro rata* vlasništvo u korporaciji;
- vlasnik akcija dobija dividendu, ako je kompanija deklarise;
- životni vek akcija je kontinuiran, sve dok postoji kompanija.



Shema 17: Finansijske odluke preduzeća

Posebna obeležja obveznica su sledeća:

- pribavljeni kapital ima fiksno vreme dospeća;
- predstavlja dug kompanije;
- vlasnik dobija kamatu, koja se mora platiti u roku dospeća;
- životni vek obveznice je limitiran na vreme dospeća, a može biti i kraći.

<sup>178</sup> T. S. Cambell, Financial Institutions, Markets and Economic Activities, 1986., str. 302

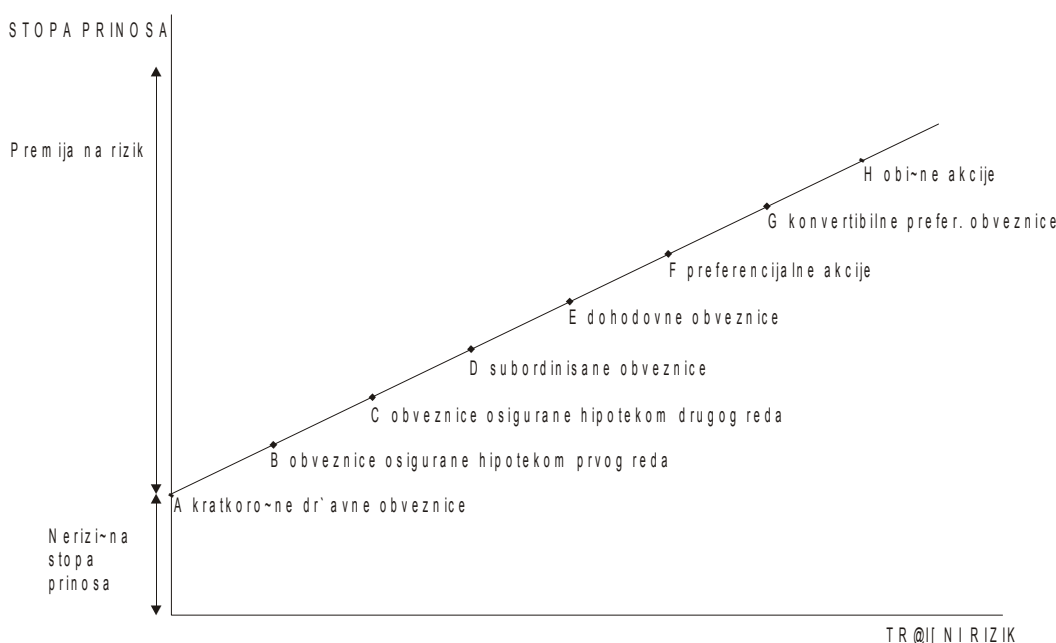
<sup>179</sup> R. A. Bradley, S. C. Myers, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, New York, 1991., str. 276

Prilikom opredeljenja između emisije akcija i emisije obveznica, preduzeće ima u vidu niz okolnosti, od kojih su osnovne:

- obim rizika koji izražava ulaganje u preduzeće (beta koeficijent) i
- kontrola nad preduzećem.

Percepcija rizika ulaganja od strane investitora izražena je kroz skalu rizičnosti finansijskih instrumenata koje emituje preduzeće, a koja se izražava kroz tržišnu liniju finansijskih instrumenata preduzeća.<sup>180</sup>

Iz grafikona 8 proizilazi da je za investitore ulaganje u akcije najrizičnije ulaganje, s obzirom na to da dividenda ne mora biti ostvarena, ili ako bude ostvarena ne mora biti isplaćena. Prilikom izbora između emisija akcija ili obveznica, preduzeća imaju u vidu i tzv. efekat poluge (*Leverage*), koju emisija obveznica donosi. U tom smislu se postavlja pitanje: da li zaduživanje preduzeća utiče na njegovu tržišnu vrednost? Ova dilema u teoriji finansijskog tržišta izražena je kao problem odnosa finansijske strukture i vrednosti preduzeća i razrešena je hipotezom o irelevantnosti ovog odnosa, koju su formulisali F. Modigliani i M. Miler i koja je poznata kao MM hipoteza.



Grafikon 8: Tržišna linija finansijskih instrumenata preduzeća

### 2.2.2.3. Kotacija efekata i način formiranja kurseva

Postupak uvođenja efekata na berzu može se svesti na nekoliko faza:

- odobravanje emisije od strane odgovarajuće Komisije berze, kada se i određuje berzanski kurs efekata;
- realizacija efekata obavlja se prema nalogu za kupovinu ili prodaju na berzanskom tržištu po zvaničnom berzanskom kursu i
- objavljivanje berzanskog kursa ili kursa preko koga se vrši notiranje na berzi.

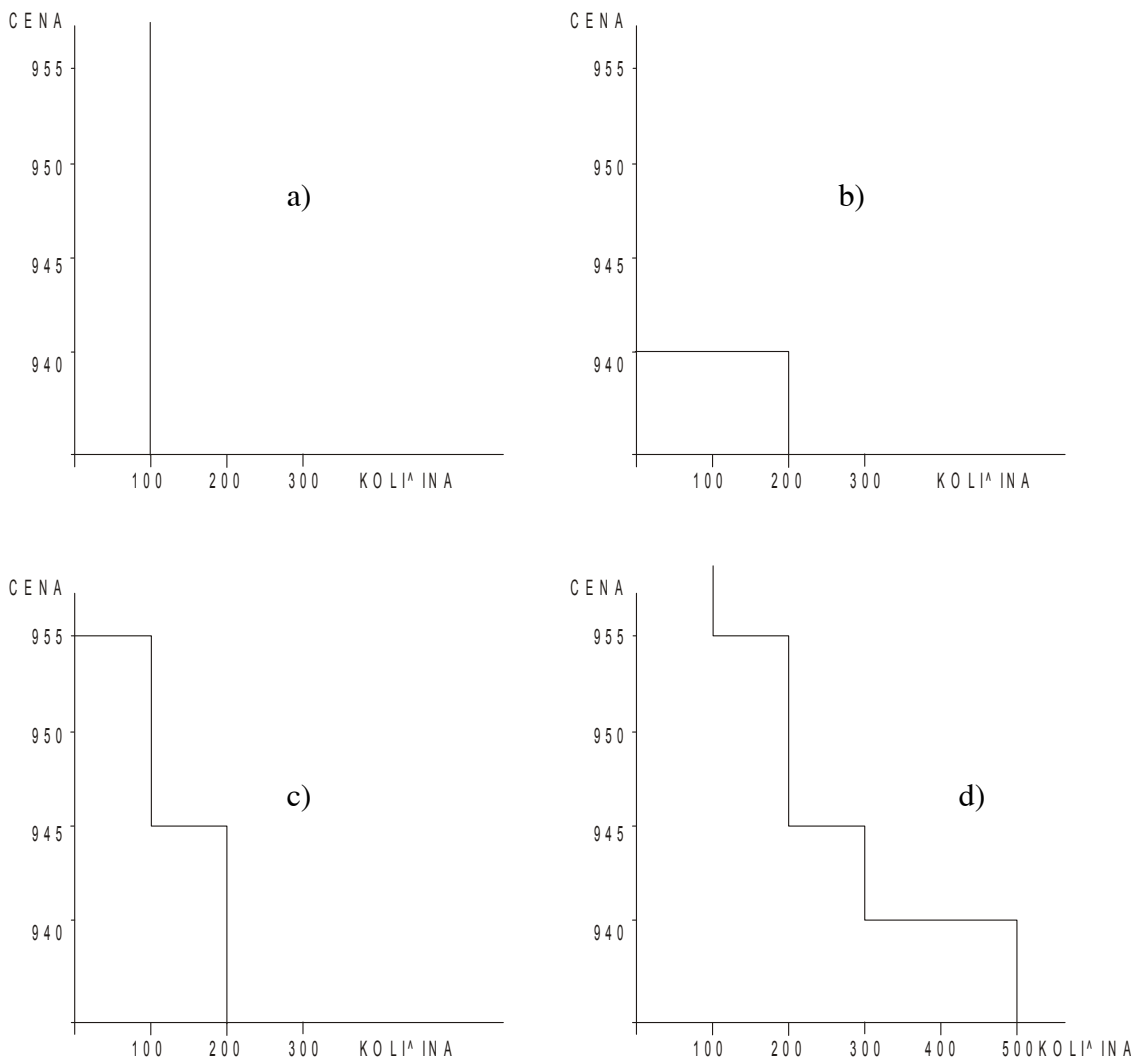
Treba razlikovati berzansko kotiranje od berzanskog notiranja. Berzansko kotiranje predstavlja puštanje u promet hartija od vrednosti, odnosno da hartija uopšte može da dođe na berzu i bude predmet kupoprodaje. Notiranje je utvrđivanje dnevnog berzanskog kursa na osnovu ponude i tražnje hartija.

<sup>180</sup> J. F. Weston, T. E. Copeland, *Managerial Finance*, The Dryden Press, Chicago, 1989., str. 806

Uvođenje efekata sadrži nekoliko poslova:

- utvrđivanje berzanskog kursa,
- realizacija kupoprodajnih naloga u okviru zvaničnog berzanskog tržišta po zvaničnom berzanskom kursu i
- objavljivanje berzanskog kursa.

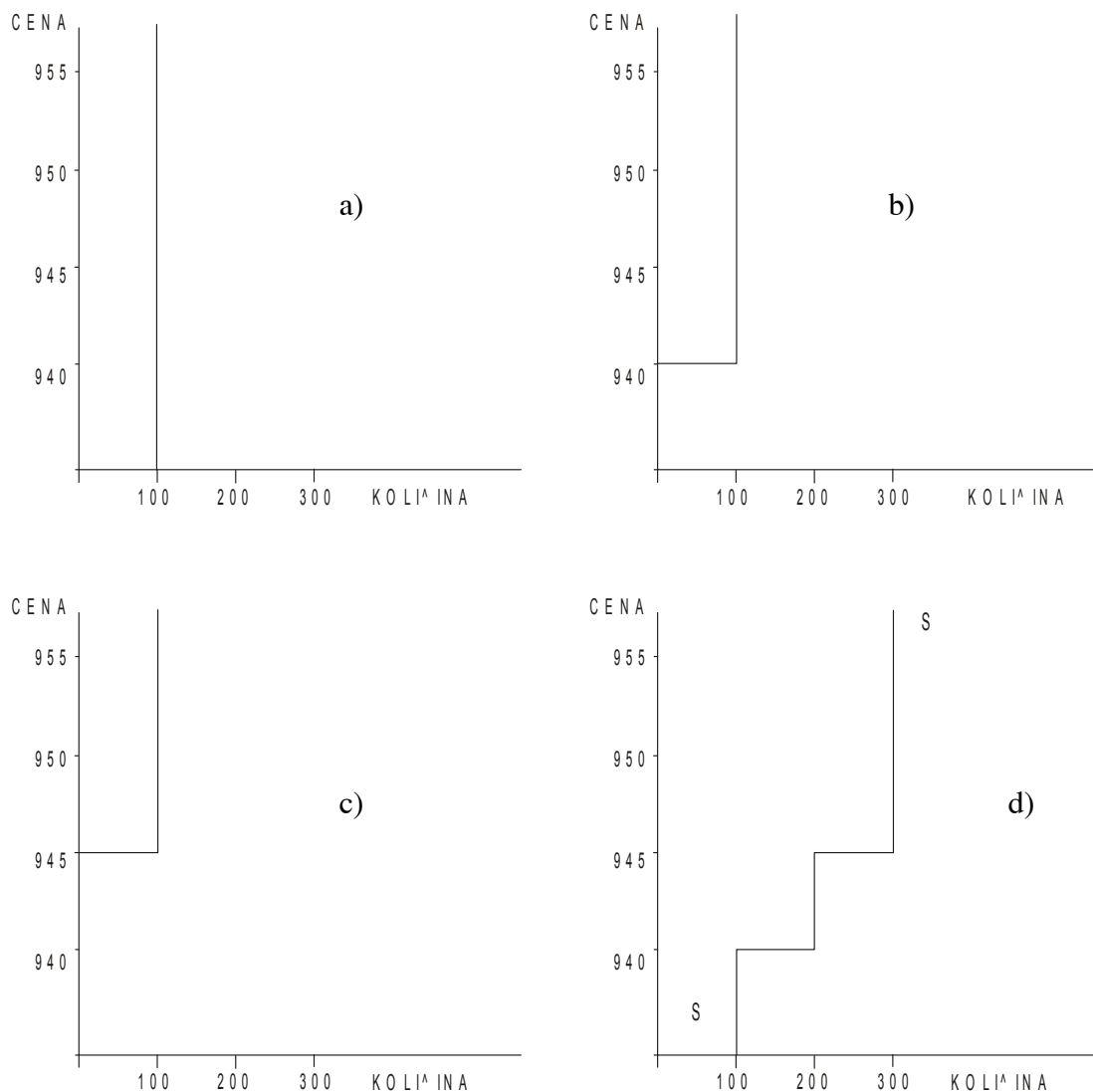
Utvrđivanje berzanskog kursa kod prve prodaje efekata vrši se na osnovu procene tendera ponude i tražnje. Kod druge i svake naredne prodaje berzanski kurs se utvrđuje na osnovu efektne ponude i tražnje na berzi. Prvi kurs ili kurs kod primarne emisije obično se naziva emisioni berzanski kurs. Kod utvrđivanja kursa efekata redovno se radi o primeni unapred utvrđene metodologije, različite od zemlje do zemlje, kojom se definiše i utvrđuje kurs efekata na berzi.



Grafikon 9: Tražnja akcija

Osnova za utvrđivanje kursa su mešetarski dnevnik i berzanske knjige u kojima se evidentira ponuda i tražnja za svakim efektom.

Prema tome, kotacija efekata predstavlja formiranje cene po kojoj se finansijski instrument prodaje ili kupuje na berzi, polazeći od naloga klijenata. Ovaj proces izražava upoređivanje naloga za prodaju ili kupovinu, odnosno utvrđivanje ravnotežnog nivoa ponude i tražnje za određenim finansijskim instrumentom.



Grafikon 10: Ponuda akcija

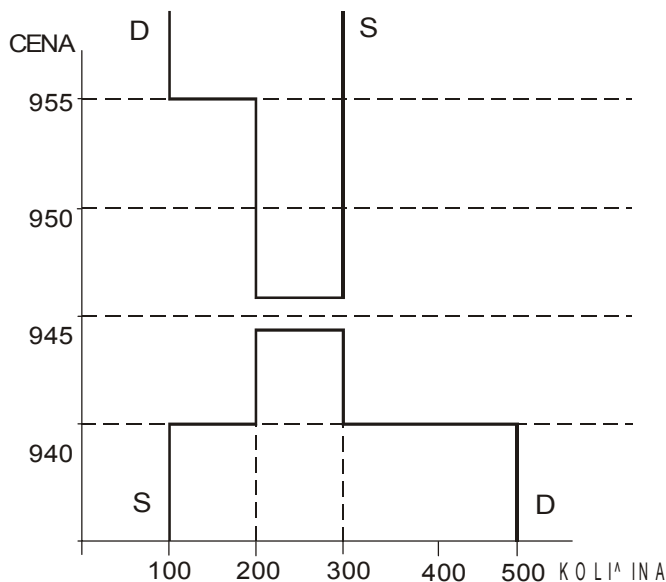
Proces kotiranja efekata na aukcionom tržištu može se prikazati korišćenjem primera Šarpa i Aleksandera<sup>181</sup> (Grafikon 9). Tražnja za određenim finansijskim instrumentom, na primer akcijom, izražena je kroz skup naloga za kupovinu. Tržišni nalog klijenta A odnosi se na kupovinu 100 akcija po najboljim uslovima ( grafikon 9 pod a). Klijent B dao je limitirani nalog za kupovinu 200 akcija po 940 ili niže ( grafikon 9 pod b). Neki od klijenata imaju više limitiranih naloga. Npr. klijent C želi da kupi 100 akcija po 955 ili niže i 100 akcija po ceni od 945 ili niže ( grafikon 9 pod c). Prema tome, agregatna tražnja ima oblik predstavljen na grafikonu 9 pod d). Oblik krive je karakterističan za tražnju - po nižoj ceni traži se veći broj akcija.

S druge strane, ponuda za prodaju akcija može se posmatrati kroz skup naloga za prodaju, koji su upućeni berzi posredstvom berzanskih posrednika. Klijent X nudi 100 akcija po najboljim uslovima ( grafikon 10 pod a). Klijent Y ima limitirani nalog, jer nudi 100 akcija po ceni od 940 ili višoj ( grafikon 10 pod b), dok klijent Z nudi 100 akcija po

<sup>181</sup> G. J. Alexander, W. F. Sharpe, Fundamentals of Investments, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1990., str.69-71



ceni od 945 ili više ( grafikon 10 pod c). Agregatna ponuda predstavljena je grafikonom 10 pod d), sa oblikom karakterističnim za ponudu, tj. po višoj ceni nudi se veći broj akcija. Ravnoteža ponude i tražnje biće uspostavljena na nivou cene po kojoj će se realizovati najviše akcija. U našem primeru to je cena od 945 i ona predstavlja pravu, tj. ravnotežnu cenu.



Grafikon 11: Formiranje kursa, tj. cene akcije

Procesom određivanja kursa rukovodi službenik berze, kod aukcije, ili ga utvrđuje specijalista, a kod kontinuirane trgovine kurs je rezultat kompjuterske obrade. Kod aukcionog metoda određivanje kursa vrši se procenom obima ponude i tražnje pri utvrđenom nivou cene i stalnim korigovanjem cene, ukoliko se ponuda i tražnja ne poklapaju, sve dok se ne oceni od strane rukovodioca kotacije da su one u ravnoteži. Kada rukovodilac kotacije utvrdi ravnotežu ponude i tražnje, kotiranje se obustavlja i cena po kojoj su one uravnotežene smatra se zaključnom. Ukoliko ima više kotacija u toku radnog dana, kao zaključna cena - kurs smatra se cena poslednjeg kotiranja, ili se računa prosečan kurs svih kotacija u toku dana. Ova cena objavljuje se na oglasnoj tabli berze i u specijalizovanoj štampi.

Redovno objavljivanje berzanskih izveštaja omogućava investitorima i vlasnicima slobodnog kapitala da u svakom trenutku saznaju šta se događa na berzi. Ovi izveštaji sadrže sledeće podatke:

- najviše i najniže cene po kojima se prodaju akcije navedenog emitenta u poslednje 52 nedelje,
- pun ili skraćen naziv emitenta i tip emisije,
- iznos isplaćene dividende u toku prethodne godine,
- prinos akcije izražen u obliku tekućeg prinosa (dividenda),
- P/E koeficijent izražava relativni rizik ulaganja, tj. predstavlja odnos tekuće tržišne cene i prihoda po akciji objavljenog u prethodnih 12 meseci,
- obim dnevne trgovine u obliku zaokruženih lotova,
- najvišu cenu koju je akcija dostigla u dnevnoj trgovini,
- najnižu cenu koju je akcija imala u dnevnoj trgovini,
- tržišnu cenu akcije, odnosno njen kurs po zaključenju dnevne trgovine,
- promenu cene akcije u odnosu na prethodni dan.

Trgovina akcijama na OTC tržištu prikazuje se na isti način kao i berzanska trgovina.

Trgovina obveznicama izražava se nešto drugačije. Umesto dividende, navodi se kamatna stopa i rok dospeća, P/E koeficijent zamenjuje se tekućim prinosom, obim trgovine označava se nominalom obveznice od 1.000, a cena obveznice je izražena kao procentni izraz u odnosu na nominalu od 1.000. Npr., cena obveznice od 107 znači 107% od 1.000, odnosno 1070.

Zahvaljujući ovim i drugim informacijama investitori imaju kompletan uvid šta se dešava na berzi, te su stoga u prilici da donose racionalne investicione odluke.

#### 2.2.2.4. Faktori dividende - teorijski i empirijski pristup

Korporativni oblik poslovanja ekonomskih subjekata motiviše akcionare da sa visokim stepenom izvesnosti očekuju da će ostvariti prihod u dva oblika: u vidu dividende i u vidu kapitalnog dobitka. Kupovinom obične akcije investitori se odriču tekuće potrošnje u nadi da će postići neku veću buduću potrošnju. Dakle, investitori očekuju da će redovno ubirati dividende i konačno prodati akciju uz profit. Kako je budućnost neizvesna, investitori nisu u mogućnosti da pouzdano isprojektuju raspored potrošnje u toku svog životnog veka. Naizvesnost povrata od investicija i rasporeda tih povrata u vremenu koje dolazi nadoknađuju zahtevom da korist od očekivanog povrata bude takvog sadržaja i karaktera da tu neizvesnost kompenzira.

Dividenda se isplaćuje iz profita korporacije nakon plaćanja kamata i poreza. Ona u stvari predstavlja prinos na kapital uloženi u korporaciju. S druge strane, kapitalni dobitak je razlika između kupovne i prodajne cene akcije i uzročno-poslednično je vezan za kretanje vrednosti korporacije. Za period od jedne godine koristi koje pripadaju investitoru uključuju isplaćene dividende i rast tržišne cene akcija za određeni period (kapitalni dobitak), koji se ostvaruje na kraju poslovne godine.

Stopa povrata za jedan period može se izračunati pomoću sledeće formule:

$$r = \frac{\text{dividenda} + (\text{krajnjacenaakcije} - \text{pocetnacenaakcije})}{\text{pocetnacenaakcije}}$$

pri čemu izraz u zagradi predstavlja ostvarenu dobit ili gubitak na kapitalu u periodu držanja akcija.

Vlasnici akcija uspešnih korporacija ostvaruju ili visoku dividendu uz mali kapitalni dobitak ili nisku dividendu i veliki kapitalni dobitak, što znači da veći porast kapitalnog dobitka podrazumeva manje namenski opredeljenih sredstava za isplatu dividendi. Za isplatu dividende neophodna je, pored ostvarenog profita, i odluka skupštine akcionara o isplati dividende.

Dividende se javljaju u više oblika. One mogu biti u vidu:

- *redovne periodične gotovinske isplate*, što pretpostavlja raspoloživost odgovarajućeg pozitivnog finansijskog efekta, koji podrazumeva mogućnost održavanja redovnosti isplate;

- *vanredne dividende* predstavljaju dodatak redovnoj dividendi. Karakteristične su za preduzeća čije zarade fluktuiraju. One omogućavaju korporacijama zadržavanje stabilnosti izveštaja o redovnim dividendama, ali i raspodelu efekata ostvarenih u vreme njenog prosperiteta;

- *likvidaciona dividenda* je jedini oblik dividende koji se ne isplaćuje iz profita korporacije. Kada je preduzeće u nemogućnosti da izmiruje svoje obaveze prema poveriocima, ono podleže likvidaciji. Ovaj oblik dividende isplaćuje se nakon izmirenja

obaveza prema poveriocima. Budući da poprima karakter povraćaja kapitala, akcionari su po ovom osnovu oslobođeni poreskih obaveza; pored gotovinske isplate, dividende mogu biti isplaćene i u akcijama;

- *akcijska dividenda* predstavlja odgovarajući procenat na određeni broj akcija, koje postojeći akcionari već poseduju. Ovim putem korporacija zadržava sredstva koja može da reinvestira, a akcionari uvećavaju broj akcija koje zadržavaju u svom portfelju, pri čemu njihovo učešće u strukturi kapitala ostaje na istom nivou ili se proporcionalno uvećava. Time se odvija svojevrsna dokapitalizacija preduzeća. S obzirom da se povećava broj akcija, zarade po akciji se proporcionalno smanjuju. Ono što ostaje nepromenjeno je iznos ukupne zarade. Treba razlikovati niskoprocentne dividende u akcijama koje predstavljaju podelu 20% već emitovanih običnih akcija i najčešće se primenjuju u praksi. Sve isplate veće od ovog iznosa predstavljaju visokoprocentne isplate dividende u akcijama;

- sledeći oblik isplate dividende jeste putem *otkupa akcija od strane emitenta*. Kada se kriva životnog ciklusa korporacije nađe u fazi stabilnog rasta, tada dolazi do dezintenziviranja investicione aktivnosti a samim tim i do većeg iznosa gotovine od objektivno potrebnog za tekuće poslovanje. Time korporacija menja ročnu strukturu svojih sredstava s tendencijom da otkupljene akcije konvertuje za novac u slučaju da se za tim ukaže potreba.

**Usitnjavanje akcija** predstavlja povećavanje broja akcija kroz proporcionalno smanjenje njihove nominalne vrednosti.<sup>182</sup> Ovim putem se smanjuje samo nominalna vrednost akcije, dok ostali elementi ostaju nepromenjeni. Usitnjavanje akcija se posebno koristi u slučajevima kada preduzeće želi postići znatno smanjene cene svojih akcija. U malom broju slučajeva preduzeće, nakon usitnjavanja akcija, zadržava isti nivo isplaćene novčane dividende po akcijama, već ih najčešće povećava. Sa teorijskog aspekta usitnjavanje akcija predstavlja kozmetičku promenu i nema značaja za investitore.

**Okрупnjavanjem akcija** smanjuje se broj emitovanih akcija u cilju povećanja tržišne cene akcija i to u uslovima kada se akcije prodaju po ceni koja je manja od realno ostvarive. Ako se posmatra signalizacijski efekat ove pojave, onda je to priznanje kompanije da se nalazi u finansijskim nevoljama. Međutim, to ne mora da bude pravilo, jer preduzeće može namerno da pređe u viši nivo trgovanja, gde su transakcioni troškovi niži. U svakom slučaju, pre donošenja jedne ovakve odluke neophodno je napraviti celovitu analizu, koja podrazumeva višedimenzionalno sagledavanje ovog fenomena.

Američki ekonomisti *Richard Roll i Stephen Ross* smatraju da su prinosi od različitih hartija od vrednosti različito osetljivi na različite faktore i izvore rizika, koji su sadržani u njima. Oni uočavaju pet faktora:

- promene u očekivanoj stopi inflacije;
- nepredvidive promene u stopi inflacije;
- nepredvidive promene u stopi industrijske proizvodnje;
- nepredvidive promene u razlici zarade od niskorangiranih do visokorangiranih obveznica i
- nepredvidive promene u razlici zarada od dugoročnih i kratkoročnih obveznica (ročna struktura kamatnih stopa).

Prva tri faktora prvenstveno utiču na novčane tokove preduzeća, a samim tim i na kretanje dividende. Poslednja dva faktora imaju uticaj na stopu kapitalizacije.

Prema teorijskom pristupu najznačajniji faktori koji utiču na veličinu i isplatu dividende su:

- *Tržišna cena akcije*, koja predstavlja sadašnju vrednost očekivanih budućih dividendi. U uslovima savršenog tržišta kapitala i odsustva poreza, isplata dividende i pored neizvesnih uslova bila bi sporedna stvar. Treba imati u vidu da kompanija nije

---

<sup>182</sup> Van Horne James, Finansijsko upravljanje i politika, MATE, Zagreb, 1993., str.370

sposobna da stvori vrednost jednostavnom izmenom kombinacije dividendi i zadržanih zarada. Postoje mišljenja da se vrednost može očuvati bez obzira na izmenu njene strukture.

- Da bi analiza uspela treba imati u vidu dve vrste poreza, i to *porez na dobit korporacija* i porez koji plaća investitor, tj. *porez na prihod od dividende*. Porez na dobit korporacija nema značajnijeg uticaja na dividende, jer je on predmet plaćanja, bez obzira na to da li se ona isplaćuje ili ne. U zemljama sa efikasnim tržištem kapitala, poreska stopa, koja se odnosi na prihod građana niža je na kapitalne dobitke u odnosu na prihod od dividende. Institucionalni investitori ne plaćaju poreze ni na dividende, niti na kapitalni dobitak. Kod korporacijskih investitora, dividende između preduzeća oporezuju se po nižoj stopi od one na kapitalni dobitak.

- Imajući u vidu različite poreske situacije, pojavljuje se *investitorska klijentela sa dva tipa sklonosti*: a) investitori skloni kupovini akcija, koje donose dividende i b) investitori skloni kupovini akcija, koje ne donose dividende. Korporacijski investitori biće naklonjeni akcijama koje donose dividende, dok bogati pojedinačni investitori svoje aspiracije vezuju za kapitalni dobitak. Preduzeća svoju politiku dividendi upodobljavaju neispunjenim željama investitora i tako koriste nepokriven tržišni prostor.

- *Troškovi emisije* jesu faktor koji utiče na dividendu u smislu da je ona manja što su ovi troškovi veći. Ovo naročito dolazi do izražaja kada je u pitanju emisija malog obima, kada visina troškova predstavlja visok procenat u odnosu na ukupno prikupljena sredstva putem emisije.

- *Transakcioni troškovi* su u tesnoj vezi sa prodajom hartija. Da bi hartija bila dostupna onima koji su motivisani za ulaganje u nju, akcionari moraju da plate brokersku proviziju, koja po jedinici plaćanja prodatih akcija iskazuje obrnutu proporcionalnost količini prodaje. Prilikom malih prodaja brokerska provizija može biti, naročito u procentu, visoka. Pored ovoga, kao otežavajuća okolnost deluje nedeljivost akcije kao najmanje celine. Nedeljivost akcije poprima dekuražirajući karakter na prodaju akcija, kao alternativu za prihod od dividendi.

- *Institucionalni investitori* svojim pravilima poslovanja imaju ograničenja pri kupovini određene vrste običnih akcija, ili u procentu njihovog obima u okviru portfolija. Lista akcija koja sačinjava portfolio delimično je određena i periodom u kome se dividende isplaćuju. Za slučaj da preduzeće u određenom periodu nije isplatilo dividende, institucionalnim investitorima zabranjeno je ulaganje u akcije takvog emitenta. Pored toga, pojedini institucionalni investitori imaju ograničenje na izdatke iz kapitalnog dobitka na svoj osnovni fond, što je, takođe, limitirajući faktor kod opredeljenja za ovaj vid ulaganja.

- Velikom broju investitora treba omogućiti da ostvare *sklonost ka dividendama*. Mnogi investitori, rukovođeni načelima neizvesnosti i psihološkim razlozima, ne odlučuju se na prodaju akcija, jer bi u slučaju kasnijeg porasta cena akcija mogli da zažale. Oni ne smatraju da su supstituti dividenda i prodaja akcija, te po tom osnovu ostvarena kapitalna dobit.

- Korporacije svoje poslovanje mogu da najavljuju putem i kroz novčane dividende. *Novčane dividende* mogu se posmatrati kao svojevrsni signal investitorima. Umesto da svoje profitabilno poslovanje u budućnosti najave u za to namenjenim publikacijama, oni povećavaju dividende da bi utisak bio celovitiji. S tim u vezi, mogu reagovati i cene akcija. Cene akcija reaguju do nivoa unutar koga dividende obezbeđuju informaciju o poslovnim zaradama, koje nisu sadržane unutar računovodstvenih izveštaja. Efekat dividendnog signaliziranja intenzivniji je od efekta koji se postiže praćenjem promene kapitalne strukture.

I pored toga što brojni činioци objašnjavaju uticaj dividendi na opredeljenja investitora za ulaganja, empirijska istraživanja su svoju aktivnost usmerila na poreski efekat i finansijsko signaliziranje. Sasvim je sigurno da ostali faktori nisu bez uticaja. Empirijska

testiranja za poreski efekat sprovode se korišćenjem nekoliko metoda, od kojih su najpoznatiji testovi eks-dividendi i prinos od dividendi, dok su kod finansijskog signaliziranja poznate studije koje tretiraju dnevne promene cene akcije u odnosu na tržište u periodu promene dividende.

Prilikom tretiranja empirijskih opredeljenja pri analizi dividende aktuelni su sledeći faktori:

- *Potreba preduzeća za sredstvima* je vrlo važan indikator prilikom opredeljenja za veličinu dividende. Prilikom analize ovog činioca ekonomski subjekt polazi od projektovanog toka novca i perioda u životnom ciklusu u kome se preduzeće nalazi. U početnom periodu funkcionisanja ne očekuje se da preduzeće isplaćuje visoke dividende svojim akcionarima. Međutim, s protokom vremena ono to čini u sve većoj meri, pri čemu treba imati na umu realnost izvora od kojih isplata potiče. Ekonomski je celishodno ako se to čini iz realno ostvarenog profita, ali je istovremeno neprihvatljivo ako plaćajući dividende preduzeće smanjuje finansijski potencijal, vodeći u sopstvenu likvidaciju.

- Naredni činilac koji je relevantan za ekonomsku analizu je *likvidnost preduzeća*. Što je preduzeće u boljoj finansijskoj kondiciji, to su njegove mogućnosti za isplatu dividende veće. Dešava se da preduzeće koje je u fazi ekspanzije bude nelikvidno iz prostog razloga što je raspoloživi potencijal usmeren u osnovna ili trajna obrtna sredstva. Menadžment timovi ovakvih preduzeća često oklevaju da isplaćuju dividende.

- Kompanija će se ponašati relativno fleksibilno ako je u mogućnosti da u razumno kratkom roku obezbedi odgovarajuću pozajmicu. Računajući na vruću bankarsku kreditnu liniju i mogućnost prolongiranja rokova dospeća kredita, odnosno njegovog obnavljanja, kompanija se ponaša vrlo fleksibilno. Mogućnost isplate dividende zavisi još i od *položaja kompanije na tržištu kapitala*, jer za određene ekonomske subjekte postoji mogućnost emitovanja obveznica radi obezbeđenja nedostajućih sredstava.

- Ne mali broj ekonomskih subjekata prati *stope isplate dividende drugih korporacija unutar grane ili sektora*. Kvalitetna analiza obezbeđuje relativne podatke za potencijalne investitore. U tome se i ogleda informacioni karakter dividende.

- Prilikom isplate dividendi treba analizirati *kontrolni interes većinskih akcionara*. On može biti tretiran sa dva, ili bar s najmanje dva aspekta. Kada preduzeće oseti da nije predmet tražnje, ne može posegnuti za isplatom niskih dividendi. Nasuprot tome za slučaj da se preduzeće plaši preuzimanja, ono isplaćuje visoke dividende, kako bi stepen blagostanja svojih akcionara podigao na što veći nivo.

- Sledeći faktor koji zaslužuje pažnju pri analizi *jeste položaj akcionara kao poreskih obveznika*. Ukoliko je većina akcionara na većem poreskom nivou, oni će dati prednost kapitalnom dobitku u odnosu na tekući prihod.

- U slučaju da se preduzeće opredeli za *pribavljanje kapitala putem emisije obveznica ili uzimanjem kredita*, takav aranžman podrazumeva organičenja isplate dividende. Namera je kreditora da ovim putem sprovede ograničenja, kako bi se očuvala sposobnost preduzeća za otplatu duga.

Prilikom izbora modela za isplatu dividende korporacija će analizirati navedene faktore sa više aspekata. Malo je kvalitetnih empirijskih analiza, koje svojom sveobuhvatnošću mogu doprineti kvalitetnijem tretiranju ovog fenomena. Prethodna razmatranja omogućavaju preduzeću da prilično tačno projektuje pasivnu strategiju dividendne politike. Poverenje u buduće iznose i tokove dividende, kao i visok stepen verovatnoće da se deo dividendne mase konvertuje u obične akcije podrazumeva aktivnu strategiju dividendne politike. I pored toga što korporacije u prvi plan svog poslovanja stavljaju blagostanje akcionara, optimalno ulaganje i s teorijskog i s empirijskog aspekta jeste diverzifikovan portfolio običnih akcija.

Miler i Modigliani formulisali su još 1961. godine hipotezu da politika isplate dividende nema značaja za vrednost firme na tržištu kapitala.<sup>183</sup> Naime, oni tvrde da je pri datom investicionoj odluci preduzeća stopa isplate dividendi tek puki detalj. Oni ističu da je vrednost preduzeća određena mogućnošću imovine preduzeća da stvara zarade ili njegovom politikom ulaganja, te da način na koji se tok zarada deli na dividende i zadržane zarade ne utiče na tu vrednost. Presudne pretpostavke su:

- savršeno tržište kapitala, unutar koga se svi investitori ponašaju racionalno. Svi imaju mogućnost dobijanja besplatnih informacija, momentalne transakcije bez troškova, neograničeno deljive hartije od vrednosti, nepostojanje dovoljno velikog investitora, koji bi bio u mogućnosti da utiče na tržišnu cenu hartije;
- nepostojanje troškova emisije hartije od vrednosti;
- nepostojanje poreza;
- data investiciona politika preduzeća ne podleže promeni;
- savršena sigurnost svakog investitora u pogledu budućih ulaganja i dobiti preduzeća (ovu pretpostavku su kasnije sami autori odbacili).

Kao što se iz navedenih pretpostavki vidi ova hipoteza zasniva se na vrlo klimavim nogama, jer su iste daleko od stvarnosti.

### 2.2.3. Uloga i značaj finansijskih derivata u funkcionisanju finansijskog tržišta

Za razliku od promptnih ili kasa berzanskih poslova kod kojih dominantno mesto pripada tržišnim transakcijama vezanih za plasman i investiranje kapitala, kod terminskih poslova dominantno mesto pripada tržišnim transakcijama špekulativnog karaktera. Kod terminskih poslova postoji vremenska razlika između njihovog ugovaranja i izvršenja. Taj vremenski razmak predstavlja u stvari rok na koji ili u okviru koga se terminski berzanski posao mora izvršiti. To praktično znači da sa aspekta roka izvršenja jedan terminski posao može biti izvršen na tačno utvrđen datum, tj. rok ili svakog dana unutar tog roka, ali ne i kasnije. Terminsko tržište dugo vremena bilo je tesno vezano za tekuću berzansku trgovinu ili šaltersko tržište. Na ovom tržištu razvili su se i specifični oblici špekulativnih operacija (report i deport). Predmet trgovine na terminskim berzama su samo oni efekti koji ispunjavaju specifične uslove neophodno potrebne za ovu vrstu trgovine. Ti uslovi se odnose na posebne standarde i tipizaciju poslova.

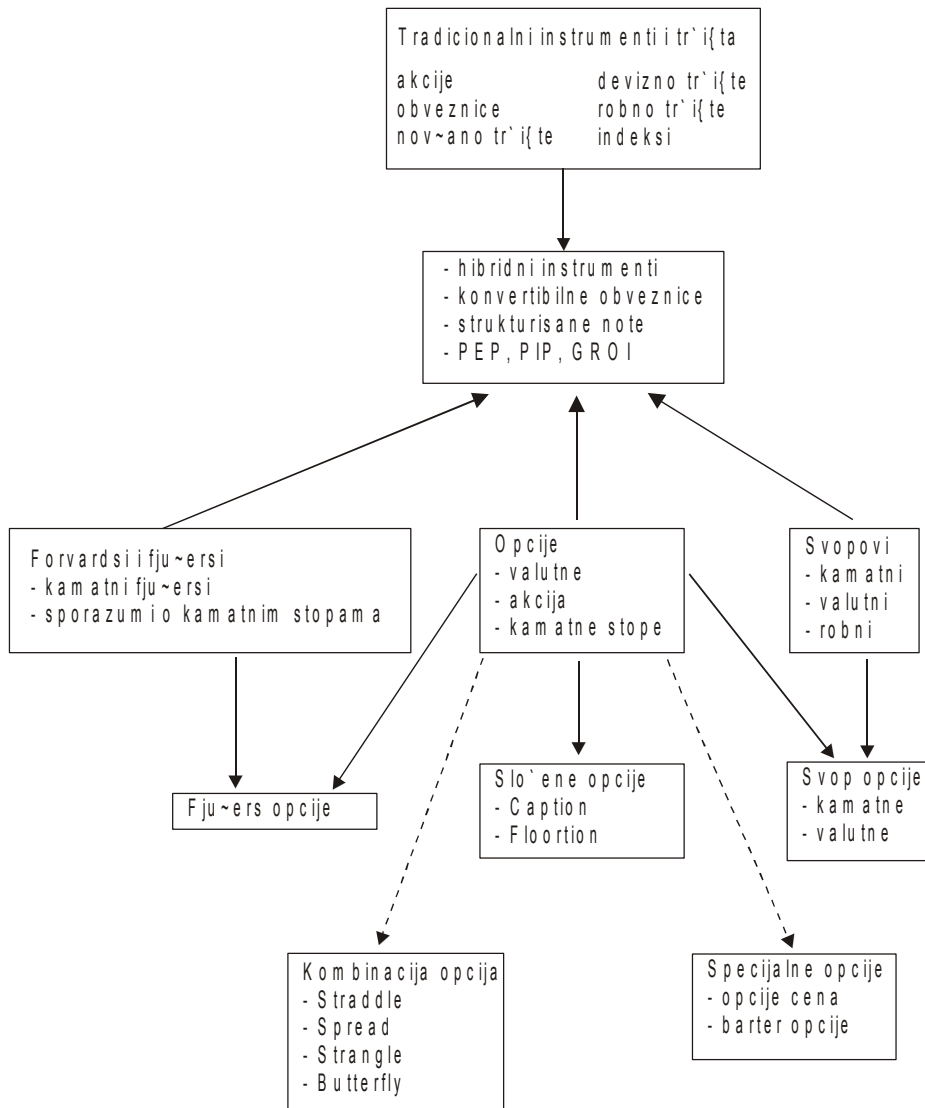
Najveće kočnice i problemi vezani za dalji razvoj i progres terminskih poslova sadržani su u postojanju kursnog rizika kod ovih poslova, kao i u postojanju raznih nacionalnih, deviznih i drugih ograničenja ovih poslova na internacionalnom planu. Osnovni oblik putem koga se vrši osiguravanje od kursnog rizika je zaključivanje terminskih kupoprodajnih ugovora, kojima se partneri u berzanskoj trgovini osiguravaju od negativnih dejstava kursnih razlika. Prema tome, terminsko tržište je segment finansijskog tržišta, koje svoju samostalnu egzistenciju crpe iz funkcije relativizacije rizika. Iako se rizik neravnomerno raspoređuje na učesnike, ovo tržište je u krajnjoj liniji mehanizam nulte sume dobiti, jer se dobiti i gubici iz operacija uzajamno potiru.

Treba reći da se i na robnoj berzi obavljaju terminske operacije, usmerene na garantovanje minimalnih ili maksimalnih budućih cena pojedinih vrsta roba, posebno poljoprivrednih proizvoda i sirovina. Na robnim berzama vrši se kupoprodaja ugovora koji glase na isporuku određene robe u budućem periodu na tačno određeni dan ili u okviru toga roka, uz formiranje cene koja uključuje očekivanja učesnika o budućem sklopu ponude i tražnje za tom robom. Trgovina robnim terminskim ugovorima ima samostalnu egzistenciju u odnosu na trgovinu realnim proizvodima, kao što se i trgovina finansijskim

---

<sup>183</sup> Miller Merton, Modigliani Franco, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, 34, October 1961., str. 411-433

instrumentima na termin razdvaja od trgovine istim tim instrumentima na tekućem tržištu. Međutim, cena ovih terminskih ugovora uslovljena je kretanjem cena roba i finansijskih instrumenata koji im se nalaze u osnovi (Underlying). Ona proizilazi - derivira iz cena robe i finansijskih instrumenata. Zato se terminski instrumenti nazivaju derivati.



Shema 18: Oblici derivativnih instrumenata

Prema tome, derivati su finansijski instrumenti čija je cena uslovljena kretanjem cena osnovne robe ili finansijskog instrumenta. Finansijski derivati su instrumenti kod kojih iracionalni karakter finansijske aktive najviše dolazi do izražaja, jer se oni najviše približavaju prostoj opkladi, koja kao predmet ima predviđanje kretanja cena. To ne znači da derivati nemaju i dublju ekonomsku funkciju, sem funkcije transfera rizika. Oni mogu biti osnova za preduzimanje aktivnosti realnog investiranja, kao što mogu biti i osnova za projektovanje cena osnovnih finansijskih instrumenata.

Najpoznatiji finansijski derivati su fjučersi i opcije. Pored njih, u derivate se mogu ubrojiti i neki drugi instrumenti kojima se transferiše rizik promene kamatne stope, kao što su svopovi i sporazumi o kamatnim stopama. Razvrstavanje derivata može se prikazati i grafički (shema 18). Svi terminski ugovori mogu se razvrstati u tri osnovne grupe:

- **klasični termisnki ugovori (forward contracts)** su ugovori koji se direktno zaključuju između dva trgovca o isporuci tačno naznaženog tržišnog materijala u fiksirano vreme u budućnosti. Kvalitet, kvantitet, način i mesto isporuke, cena i drugi bitni elementi ugovora definisani su od strane samih ugovornih strana;

- **fjučersi (futures contracts)** su termisnki ugovori zaključeni između trgovca i klirinške kuće termisne berze, u kome su svi elementi, izuzev cene i broja ugovora, standardizovani. Njima se trguje na aukcijskim tržištima termisne berze, pri čemu klirinška kuća u potpunosti garantuje izvršenje ugovora;

- **opcije (options contracts)** su ugovori kojima se vrši kupoprodaja prava na kupoprodaju predmeta ugovora, bez preuzimanja obaveze o izvršenju ili preuzimanju same isporuke. Njima se trguje, kako na berzi, tako i na vanberzanskom tržištu.

### ***2.2.3.1. Suština trgovanja fjučersima***

Fjučers ugovor je standardizovan termisnki ugovor kojim se trguje na organizovanoj berzi, pod uslovima jasno određenim pravilima berze. Tržišta fjučersa najpre su započela trgovanje robnim fjučersima. Prvi zabeležen slučaj organizovanog trgovanja fjučersima zbio se u Japanu početkom 17-og veka. Renta koju su zemljovlasnici prikupljali od svojih kmetova plaćana je u naturi. Roba je skladištena u velikim gradovima, pri čemu su zemljovlasnici za uskladišteni pirinač dobijali potvrde, koje su prodavali kada im je novac bio potreban. Prva termisnka berza u SAD osnovana je 1848.godine u Čikagu (Chicago Board of Trade), dok je prvi termisnki ugovor sačinjen 13. marta 1851.godine, koji se odnosio na isporuku 3.000 bušela žita, koja je trebalo da bude izvršena u junu, po ceni jedan cent nižoj od cene bušela na dan zaključenja ugovora.

Tržište fjučersa je najveći segment tržišta derivata. Podaci koji ilustruju strukturu tržišta u SAD, čiji podaci ilustruju i druga tržišta, govore o dominaciji fjučersa baziranih na finansijskim instrumentima u odnosu na fjučerse kojima se u osnovi nalaze robe.<sup>184</sup> I pored toga što su finansijski fjučersi kreirani relativno skoro (fjučersi kamatne stope tokom 1975.godine, devizni odnosno valutni fjučersi 1972.godina, a indeksni fjučersi 1982.godine), oni danas predstavljaju najznačajniji segment tržišta fjučersa.

Funkcije tržišta fjučersa mogu se svesti na tri osnovne:

- utvrđivanje cene, odnosno ukazivanje investitorima na moguću smer kretanja cena osnovnog finansijskog instrumenta ili robe u budućnosti;
- transfer rizika za učesnike koji su izloženi riziku promene cene, odnosno riziku promene deviznog kursa;
- pružanje spekulativnih mogućnosti učesnicima koji preuzimaju veći rizik od normalnog u trgovini robom ili finansijskim instrumentima.

**Robni fjučers ugovor** predstavlja sporazum između kupca i prodavca u kome se kupac obavezuje da prihvati isporuku određene robe po ugovorenoj ceni u naznačenom periodu u budućnosti. Robni fjučersi razvrstani su u nekoliko grupa:

- ugovori na žitarice i uljarice (grains and oilseeds),
- ugovori na meso i živu stoku (meat and livestock),
- ugovori na hranu i vlakna ( food and fiber),
- ugovori na metale i naftu (metals and petroleum),
- ostali ugovori (other futures).

---

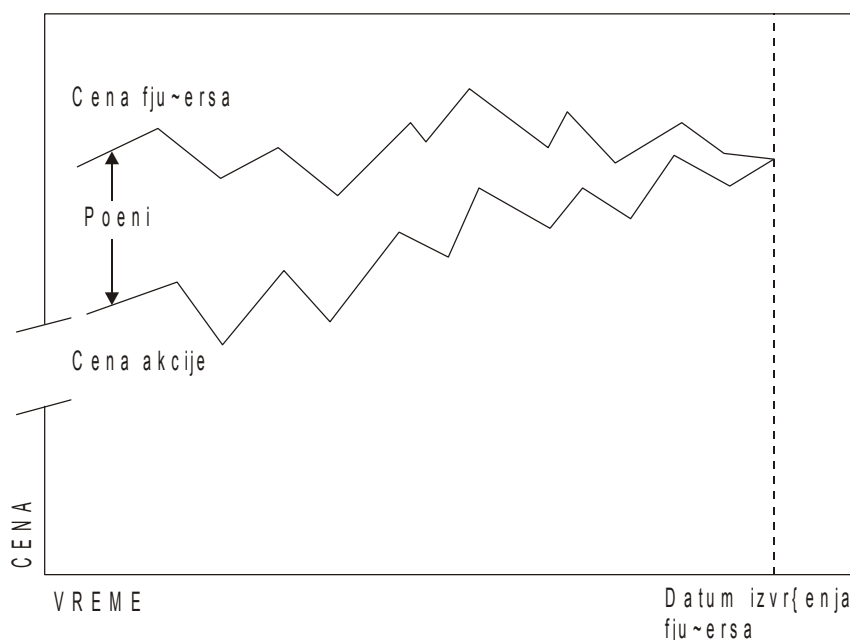
<sup>184</sup> R W. Kolb, Understanding Securities Markets, New York Institute of Finance, New York, 1991., str. 22



Cene robnih fjučersa dostupne su ne samo specijalizovanim brokerskim kućama i trgovcima, već i svim zainteresovanim licima, jer ih svakodnevno objavljuju finansijski časopisi.

**Finansijski fjučers ugovor** je sporazum između dva učesnika u trgovini koji obavezuje jednog od njih da po utvrđenoj ceni proda finansijski instrument drugome na određeni dan u budućnosti.<sup>185</sup> Prema tome finansijski fjučers ugovor sadrži obavezu da se kupi ili proda određeni finansijski instrument po utvrđenoj ceni na dan zaključenja ugovora, ali se on ne mora i izvršiti, jer nema ekvivalentnog kretanja novca u momentu zaključenja ugovora. Stoga prodaja i kupovina fjučersa nemaju isto značenje kao kod trgovine osnovnim finansijskim instrumentima, tako da praksa finansijskog tržišta u ovom slučaju uvodi termin zauzimanje pozicije, gde razlikujemo:

- poziciju prodaje (Short position) obavezuje prodavca da isporuči osnovni finansijski instrument na dan dospeća ugovora i
- poziciju kupovine (Long position) obavezuje kupca da kupi finansijski instrument na dan dospeća.



Grafikon 12: Konvergencija cene fjučersa i osnovnog instrumenta

Pozicija prodaje ili kratka prodaja označava prodavca koji može biti orijentisan na osiguranje prinosa iz finansijskog instrumenta (hedžer) ili na špekulaciju. Prvi je obično emitent ili vlasnik finansijskog instrumenta, dok drugi uglavnom prodaje ugovor koji pre toga nije kupio, prodaje ono što nema, a sve u cilju ostvarenja zarade na razlici u ceni. Fjučers ugovori uglavnom se ne izvršavaju isporukom, nego kompenzacijom, tj. prebijanjem. Dok se fjučers ugovor ne ispuni ili ne okonča kompenzacijom, on se sa stanovišta berze tretira kao otvorena pozicija. Broj otvorenih pozicija izražava dubinu terminskog tržišta određenog finansijskog instrumenta.

Proces tržišnog prilagođavanja pokazuje da dobija onaj učesnik čija očekivanja kretanje cena potvrđuje. Dobitak i gubitak u transakciji nastaju iz kretanja u tržišnoj ceni fjučersa, koji se svakodnevno menja do dospeća ugovora, a ne iz razlike u ceni fjučersa i ceni osnovnog finansijskog instrumenta. Na dan dospeća fjučersa, njegova cena i cena osnovnog finansijskog instrumenta biće jednake, zato što se tržišna cena fjučersa

<sup>185</sup> D. R. Siegel, D. F. Siegel, Futures Markets, Dryden Press, Chicago, 1990., str. 1

svakodnevno približava tržišnoj ceni, odnosno razlika između cene fjučersa i cene osnovnog instrumenta, koja se naziva i poen (Basis) smanjuje se sa približavanjem dana dospeća fjučers ugovora, kao što je prikazano na grafikonu 12.

Ovakvo kretanje cena fjučersa je sasvim normalno i logično, jer se u toku vremenskog perioda do dospeća fjučers ugovora gubi neizvesnost kretanja cene koja je davala vrednost fjučers ugovoru.

Najznačajnije vrste finansijskih fjučersa su:

- **Kamatni fjučersi (Interest Rate Futures)**, koji se koriste kao sredstvo transfera rizika kamatne stope. Ovaj rizik proizilazi iz stalnih fluktuacija kamatnih stopa na finasijskom tržištu. Kamatne fjučerse najčešće koriste preduzeća i portfolio investitori. Međutim, oni se mogu koristiti i kao sredstvo za špekulativne operacije, posebno u svrhu korišćenja razlike u ročnoj strukturi kamatnih stopa. U osnovi kamatnih fjučersa su kako kratkoročni finansijski instrumenti (kratkoročne državne obveznice - T-bills i evrodolarski depoziti), tako i dugoročni finansijski instrumenti (dugoročne državne obveznice različitih rokova dospeća i obveznice lokalnih organa vlasti - municipalne obveznice). Cena kamatnih fjučersa kreće se inverzno u odnosu na kretanje kamatne stope, tj. ukoliko kamatna stopa raste, cene ugovora padaju i obrnuto. Duga pozicija na kamatne fjučerse obezbeđuje profit kada kamatna stopa pada, a cena ugovora raste i obratno. Kratka pozicija donosi profit kada kamatna stopa raste, a cena ugovora pada. Predviđanje kretanja kamatnih stopa isto tako je teško koliko i predviđanje kretanja cena akcija. Nekoliko različitih indikatora koriste se za tu svrhu. Prvi i najrasprostranjeniji indikator odnosi se na monetarne varijable politike koju sprovodi vlada neke zemlje ili neko njeno telo. Pored monetarnih u upotrebi su i sledeći klasični ekonomski indikatori: društveni bruto proizvod, indeks kretanja industrijske proizvodnje, kretanje plata, stopa nezaposlenosti, indeks cena, podaci o građevinarstvu, podaci o tražnji kupaca i podaci o transakcijama. Tržište kamatnim fjučersima je internacionalizovano.

- **Indeksni fjučersi (Index Futures)** su ugovori koji se oslanjaju na berzanske indekse. Tržište indeksnih fjučersa započelo je sa radom 24.02.1982.godine, stavljanjem na listing KCBT-a (Kansas City Board of Trade) ugovora zasnovanog na vrednosti kompozitnog indeksa. Indeksni fjučersi su vrlo brzo prihvaćeni, posebno na Njujorškim terminskim berzama. Među indeksnim fjučersima veoma su popularna sledeća četiri ugovora:

- 1) S & P 500 - The Standard & Poor's 500 Index Futures, kojim se trguje na CME (Chicago Mercantile Exchange);
- 2) The New York Stock Exchange Composite Index Future, kojim se trguje na NYFE (New York Future Exchange);
- 3) VLA - Value Line Composite Average Index Future, kojim se trguje na KCBT;
- 4) MMI - The Major Market Index Futures Contract, kojim se trguje na CBT (Chicago Board of Trade).

Prilikom utvrđivanja cena indeksnih fjučersa mora se voditi računa o tekućoj vrednosti indeksa i kretanju vrednosti datog indeksa u narednom periodu. *Basis* između indeksa i buduće cene definiše se kao razlika između buduće cene fjučers ugovora i tekuće vrednosti indeksa. Inače vrednost berzanskih indeksa determinisana je brojnim faktorima, kao što su: visina korporativnog profita, kretanje kamatnih stopa, kao cena kratkoročnih i dugoročnih obveznica, ekonomski uslovi i očekivanja vezana za predstojeće događaje u sferi ekonomije, finansija, politike i socijalnih odnosa.

- **Valutni, odnosno devizni fjučersi (Exchange Futures)** prvi put se javljaju 16. maja 1972.godine, kada je CME preko Međunarodnog monetarnog tržišta uvela šest fjučers ugovora koji su glasili na stranu valutu. To su ugovori na britansku funtu, kanadski dolar, nemačku marku, japanski jern, švajcarski franak i meksički pezos. I dan danas, svi navedeni valutni fjučersi, izuzev ugovora na meksički pezos, su aktivni. Valutni fjučersi

predstavljaju alternativu klasičnim terminskim ugovorima, koje nude komercijalne banke. Mehanizam trgovanja veoma je sličan onome kod robnih fjučersa, koji najduže postoje na terminskim berzama. Tržište valutnih fjučersa kreirano je pre svega za one koji u svom poslovanju koriste strane valute. Iako se poslovi vezani za međunarodne transakcije i dalje mogu obavljati preko promptnog tržišta, ulaskom u terminske poslove učesnici na tržištu pokušavaju da se zaštite od deviznog rizika. Pojava valutnih fjučersa dočekana je sa izvesnom skepsom i to iz dva razloga. Prvo, valutni fjučers ugovor bio je prvi iz grupe finansijskih fjučersa, pa mnogi trgovci nisu verovali u uspeh trgovanja fjučersima koji su zasnovani na finansijskim instrumentima. Drugo, u to vreme je postojalo, a i danas postoji, veoma razvijeno bankarsko tržište valutnih forward ugovora, zbog čega je, po mišljenju mnogih, tržište valutnih fjučersa bilo nepotrebno. Međutim, razvoj valutnih fjučersa omogućio je manjim korporacijama, špekulantima na malo i posebno bankama da indirektno koriste valutne fjučers ugovore. Takva politika dala je dve bitne prednosti terminskom deviznom tržištu. Prva se ogledala u rastu volumena trgovanja i na osnovu toga i rastu likvidnosti, a druga u odgovarajućem načinu formiranja cena. Valutni fjučers ugovori dospevaju samo četiri dana u godini i to: treće srede u mesecu martu, junu, septembru i decembru. Kotacija na tržištu valutnih fjučersa pokazuje koliko dolara i centi treba platiti da bi se dobila jedna jedinica valute na koju se ugovor odnosi. U pitanju je relativni odnos na koji deluje više varijabli, kao što su: stanje platnog bilansa (suficit jača a deficit slabi domaću valutu), visina kamatne stope (ako je kamatna stopa viša npr. u SAD u odnosu na druge zemlje dolazi do jačanja dolara zbog priliva stranih valuta), ekonomski rast (restriktivna monetarna politika radi kontrole inflacije dovodi do porasta kamatne stope, većeg priliva stranih investicija i jačanja domaće valute), stopa inflacije (često pogađa međuvalutni kurs, ali u različitim vremenima, na različite načine i u različitim iznosima) i politička stabilnost (politički nemiri dovode do slabljenja domaće valute i odliva kapitala iz zemlje). Navedeni faktori različito utiču na kretanje deviznog kursa, što prevashodno zavisi od prevlađujuće psihologije tržišta.

### ***2.2.3.2. Suština trgovanja opcijama***

Opcije kao segment terminskog tržišta predstavljaju standardizovane finansijske instrumente, a ne samo ovlašćenje na korišćenje ili nekorišćenje određenog prava. Kao takve imaju dugu istoriju i kontraverznu sudbinu, jer u pojedinim zemljama dolazilo je do zabrane korišćenja opcija (u Engleskoj od 1931-1958. god., u SAD između 1930. i 1973.godine).<sup>186</sup> Motiv ovih zabrana bio je stav da opcije podižu špekulativni karakter tržišta a u slučaju opcija na robu nemaju racionalnu ekonomsku funkciju. Moderni razvoj opcija počinje tek tokom 1973.godine, kada je pri čikaškoj robnoj berzi osnovana opcijska berza (Chicago Board Options Exchange). Opcije kao oblik derivata imaju različite osnove: zlato i srebro, naftu i gas, kratkoročne i dugoročne državne obveznice, akcije, berzanske indekse, evrodolarske depozite, devizne kurseve i dr.

Prema tome opcija (Option) je ugovor između prodavca i kupca u kome je sadržano pravo ali ne i obaveza kupca da kupi ili proda neki finansijski instrument u određenom vremenskom periodu ili na utvrđeni termin u budućnosti, po ceni određenoj u momentu zaključenja ugovora. Pravo kupca da kupi ili proda određeni finansijski instrument ili portfolio instrumenata u budućnosti praćena je obavezom prodavca opcije da proda ili kupi taj isti instrument, ako kupac opcije odluči da je koristi. Ugovor koji daje

---

<sup>186</sup> P. Ritchken, Options - Theory, Strategy and Applications, Scott, Foresmann and Co, Glenview, 1987., str.4-5

pravo na kupovinu finansijskog instrumenta naziva se opcija kupovine ili kol opcija (Call Option), a ugovor koji daje pravo na prodaju predstavlja opciju prodaje ili put opciju (Put Option). Prema tome, kod opcija pravo je uvek na strani kupca a obaveza na strani prodavca.

Ako se opcija može iskoristiti samo na dan isteka, onda je reč o tipu evropske opcije, a ako se može iskoristiti u čitavom periodu do dospeća, uključujući i dan isteka opcije, onda je reč o tipu američke opcije. Mogućnost korišćenja opcije u svako doba povećava njenu cenu, tj. premiju. Opcijama kao i drugim finansijskim instrumentima može se trgovati na berzi i na vanberzanskom tržištu.

Opcije kojima se trguje na berzama imaju sledeće *prednosti* u odnosu na vanberzanske opcije:

- strajk cena i datum isteka opcije su standardizovani;
- znatno su likvidnije;
- transakcioni troškovi su niži;
- direktna veza između kupca i prodavca se raskida, a uloga klirinških kuća na berzi opcija ista je kao i na tržištu fjučersa.

Osnovni *elementi razlikovanja* fjučers i opcijskih ugovora su sledeći:

- kod opcijskih ugovora, za razliku od fjučersa, jedna ugovorna strana nema obavezu, već samo pravo da realizuje predmetnu transakciju;
- kod fjučersa kupac ne plaća prodavcu nikakav novčani iznos za koji bi prodavac prihvatio predmetnu obavezu, dok kod opcije kupac opcije plaća određenu cenu prodavcu opcije;
- kod fjučersa deluje princip "igre nulte sume", odnosno ono što je dobitak kupca fjučersa, jeste gubitak za njegovog prodavca, i obratno. Kod opcija ne postoji simetrični odnos između rizika i prinosa. Najviše što kupac opcije može da izgubi jeste iznos novca dat za njenu kupovinu. Dok kupac opcije zadržava sve potencijalne dobitke, prodavac opcije može zaraditi najviše iznos novca dobijen prodajom opcije. Taj iznos čini naknadu prodavcu opcije za preuzimanje rizika gubitka. Prema tome, *opcije se koriste radi zaštite od nesimetričnih rizika, dok se fjučersi upotrebljavaju radi zaštite od simetričnih rizika.*

Opcije se na tržištu prodaju po različitim cenama, koje su podložne čestim promenama. Opcijska cena formira se na tržištu i predstavlja zbir unutrašnje vrednosti (Intrinsic value) i vremenske premije opcije (time premium).

$$\text{Cena opcije} = \text{unutrašnja vrednost} + \text{vremenska premija}$$

Unutrašnja vrednost opcije predstavlja njenu ekonomsku vrednost kada se data opcija momentalno izvrši. Drugim rečima, to je trenutni odnos strajk cene iz opcijskog ugovora (*Strike price* - to je cena utvrđena opcijskim ugovorom po kojoj je prodavac opcije dužan da proda ili da kupi osnovnu hartiju od vrednosti od kupca opcije) i tržišne cene baznog instrumenta. Pažljivim analiziranjem unutrašnje vrednosti kupovne opcije može se videti da ona, pošto predstavlja ekonomsku vrednost, mora biti pozitivna, odnosno strajk cena iz kupovnog opcijskog ugovora mora biti niža od tržišne vrednosti baznog instrumenta. Npr. ako strajk cena iznosi 100, a tržišna cena 110 novčanih jedinica, tada data opcija ima unutrašnju vrednost od 10 novčanih jedinica ( $MP-SP = 110-100=10$ ). Vlasnik kupovne opcije može izvršiti svoju opciju po strajk ceni, tj. da kupi bazni instrument po 100 novčanih jedinica, a zatim da ga proda na tržištu po 110, čime će ostvariti zaradu od 10 novčanih jedinica po jedinici baznog instrumenta.

Vremenska premija opcije predstavlja reziduum u odnosu na njenu unutrašnju vrednost, odnosno to je razlika između opcijske cene i njene unutrašnje vrednosti. Kupac opcije se nada da će tokom vremena doći do promena u tržišnoj ceni baznog instrumenta

što će povećati vrednost opcije. Na račun tog stava kupac opcije je voljan da za kupovinu neke opcije plati premiju koja premašuje njenu unutrašnju vrednost. Npr. ako je strajk cena kupovne opcije 100, tržišna cena baznog instrumenta 110, a cena opcije 15 novčanih jedinica, sledi da je vremenska premija ove opcije 5 novčanih jedinica.

Tabela 10: Unutrašnja vrednost opcije

	<b>Call opcija</b>	<b>Put opcija</b>
1. $MP > SP$ unutrašnja vrednost izraz:	$MP - SP > 0$ "na dobitku" (in the money)	0 "na gubitku" (out of the money)
2. $MP < SP$ unutrašnja vrednost izraz:	0 "na gubitku" (out of the money)	$SP - MP > 0$ "na dobitku" (in the money)
3. $MP = SP$ unutrašnja vrednost izraz:	0 "na istom" (at the money)	0 "na istom" (at the money)

MP - tržišna cena baznog instrumenta,  
SP - strajk cena

Analizom opcija utvrđeno je da postoji šest faktora koji utiču na njihovu cenu.

To su:

- 1) aktuelna cena baznog instrumenta;
- 2) strajk cena;
- 3) vreme preostalo do isteka opcije;
- 4) očekivana nestabilnost cena baznog instrumenta u toku veka opcije;
- 5) kratkoročna kamatna stopa tokom veka opcije;
- 6) anticipirani tokovi gotovine po osnovu baznog instrumenta tokom veka opcije.

Svaki od ovih faktora ima različiti intenzitet i smer delovanja na cenu opcije, u zavisnosti od toga o kojoj se vrsti i tipu opcije radi.

*Aktuelna cena baznog instrumenta* značajno utiče na cenu opcije. Cena *call* opcije raste ukoliko raste tržišna cena baznog instrumenta, uzimajući da ostali faktori ostaju nepromenjeni, dok s rastom ove cene dolazi do pada cene *put* opcije.

*Strajk cena* je konstantna tokom čitavog veka opcije. Strajk cenu treba posmatrati u kontekstu odnosa sa tržišnom cenom baznog instrumenta, jer njihova rezultanta određuje unutrašnju vrednost predmetne opcije. Uzimajući da su ostali faktori konstantni, nisko pozicionirana strajk cena u odnosu na aktuelnu tržišnu cenu baznog instrumenta dovodi do niže cene *call* opcija a do više cene *put* opcijskog ugovora.

*Vreme preostalo do isteka opcije* utiče na cenu opcije. Opcija koja ima duži vek, tj. više vremena do isteka, ima veću vremensku premiju, a time i veću cenu. Ovo važi i za *call* i za *put* opcije.

*Očekivana nestabilnost cena baznog instrumenta u toku veka opcije* meri se standardom devijacijom i varijansom. Povećanje ove nestabilnosti dovodi do porasta cena i *call* i *put* opcija, i obrnuto.

*Kratkoročna kamatna stopa tokom veka opcije* ukoliko se povećava usloviće veće troškove pri kupovini baznog instrumenta i za njegovo održavanje do isteka *call* opcije.

Stoga, veća kratkoročna bezrizična kamatna stopa *call* opciju čini atraktivnijom u odnosu na direktnu kupovinu baznog instrumenta. Kao rezultat toga, veći nivo ovih stopa dovodi do veće cene *call* opcija i do pada cene *put* opcija.

*Anticipirani tokovi gotovine* po osnovu baznog instrumenta tokom veka opcije utiču na atraktivnost posedovanja tog instrumenta u odnosu na kupovinu opcija nad tim instrumentom. Kako imaću kupovne opcije nad nekim baznim instrumentom ne pripadaju tokovi gotovine po osnovu tog instrumenta, to porast ovih tokova gotovine smanjuje cenu *call* opcije, dok povećava cenu *put* opcije.

Svi ovi faktori na tržištu deluju simultano.

Tabela 11: Pregled faktora koji utiču na cenu opcije američkog tipa

VRSTA FAKTORA	Efekat porasta faktora na cenu	
	<i>Call</i> opcije	<i>Put</i> opcije
1. Aktuelna cena baznog instrumenta	rast ↑	pad ↓
2. Strajk cena	pad ↓	rast ↑
3. Vreme preostalo do isteka opcije	rast ↑	rast ↑
4. Očekivana nestabilnost cena baznog instrumenta u toku veka opcije	rast ↑	rast ↑
5. Kratkoročna kamatna stopa tokom veka opcije	rast ↑	pad ↓
6. Anticipirani tokovi gotovine baznog instrumenta u toku veka opcije	pad ↓	rast ↑

Kada je reč o kategorizaciji opcijskih strategija, jedna od najčešće korišćenih je sledeća:

- a) otkrivena, tj. gola strategija (*naked strategy*),
- b) pokrivena, tj. hedžing strategija (*covered or hedge strategy*),
- c) strategija kombinacije (*combination strategy*),
- d) strategija raspona (*spread strategy*).

**Otkrivena strategija** podrazumeva isključivu upotrebu jedne od četiri osnovne pozicije, tj. sledeće strategije:

- kupovina kupovne opcije - *long call* strategija,
- prodaja kupovne opcije - *short call* strategija,
- kupovina prodajne opcije - *long put* strategija,
- prodaja prodajne opcije - *short put* strategija.

Ove strategije nazivaju se otkrivene jer ne podrazumevaju zauzimanje suprotne pozicije, odnosno pozicije za redukciju rizika na baznom instrumentu. Dobitak ili gubitak ostvaren ovim strategijama zavisi od cene baznog instrumenta na dan isteka opcije. Sve što kupac može da izgubi kod ovih strategija jeste novac uložen za kupovinu date opcije, tj. opcijsku cenu. Istovremeno, kupac opcije ima otvorenu mogućnost da zadrži profit koji prističe iz povoljnog kretanja cene baznog instrumenta na tržištu (porast cene *call* opcije i pad cene kod *put* opcije), umanjen za cenu opcije. S druge strane, maksimalni profit koji emitent opcije može da ostvari jeste opcijska cena, dok je istovremeno izložen svim rizicima koji se odnose na nepovoljno kretanje cene baznog instrumenta. Prema tome, kod otkrivene strategije investitori profitiraju po osnovu rasta cena baznog instrumenta kada kupuju kupovne i prodaju prodajne opcije. Ukoliko očekuju pad cena na tržištu, investitori mogu ostvariti profit prodajom kupovne i kupovinom prodajne opcije.

**Pokrivena ili hedžing opcijske strategije**, za razliku od otkrivenih opcijskih pozicija, podrazumevaju zauzimanje pozicije i na opciji i na baznom instrumentu. Cilj

jedne pozicije jeste da pomogne neutralizaciju nepovoljnog kretanja cena kod druge pozicije. Dve najpopularnije pokrivene strategije su:

- strategija prodaje pokrivene *call* opcije (covered *call* writing strategy) i
- strategija kupovine zaštitne *put* opcije (protective *put* buying strategy).

Strategija prodaje pokrivene *call* opcije odnosi se na prodaju *call* opcije nad baznim instrumentom, koji je već u posedu investitora. Tako npr. ako investitor zauzima kratku poziciju na *call* opciji nad akcijom na kojoj ima dugu poziciju, odnosno koja se nalazi u njegovom portfoliju. Ukoliko cena date akcije opadne, desiće se gubitak na dugoj poziciji na akciji. Međutim, prihod ostvaren prodajom *call* opcije može u potpunosti ili delimično nadoknaditi gubitak na akciji ili čak biti veći od gubitka.

U nekim situacijama investitor može imati potrebu da zaštiti vrednost akcije iz svog portfolija od rizika pada njene tržišne vrednosti. Jedan od načina da se zaštiti od ovog rizika jeste da kupi prodajnu opciju nad ovom akcijom. Time je investitoru garantovana strajk cena iz opcije, umanjena za troškove kupovine opcije, jer u slučaju pada tržišne cene bazne akcije on uvek može akciju da proda po strajk ceni. Ukoliko bi se desilo da cena akcije poraste umesto da opadne, investitor bi bio u mogućnosti da ostvari profit, koji će biti umanjen za troškove kupovine opcije. Ovu strategiju investitor iscrpljuje kupovinom *put* opcije na akciju koja se nalazi u njegovom portfelju.

U **strategiji kombinacije** kupuju se ili prodaju *put* ili *call* opcije nad istim baznim instrumentom, s istom strajk cenom i datumom isteka opcije. Kada je zauzeta ista pozicija na istom broju *put* i *call* opcija, govori se o tzv. raskoraku (straddle), najpopularnijoj od kombinacija. Kada se duga pozicija zauzima kod obe opcije, ova strategija naziva se dugi raskorak, a kada se kratka pozicija zauzima na obe opcije govori se o kratkom raskoraku. Za razliku od otkrivene opcijske pozicije, kod koje se profit realizuje samo ukoliko se cena baznog instrumenta kreće u anticipiranom pravcu, kod dugog raskoraka profitira se po osnovu veličine cenovne promene, bez obzira na smer kretanja cene, pod uslovom da je ta cenovna promena dovoljno velika da nadoknadi troškove formiranja ovakve strategije (istovremena kupovina *call* i *put* opcije). Kod strategije kratkog raskoraka investitor ostvaruje prihod ukoliko veruje da se cena baznog instrumenta neće značajnije promeniti, bar ne toliko da nadmaši prihod ostvaren prodajom obe opcije. Portfolio menadžer koji očekuje da će cena baznog instrumenta ostati mirna, odnosno i ako dođe do njene promene da ona neće biti relativno velika, istovremenom prodajom *put* i *call* opcija ostvariće prihod, ako se njegova očekivanja ostvare. Taj prihod biće jednak zbiru cene *put* i *call* opcije.

**Strategija raspona** podrazumeva zauzimanje pozicija na jednoj ili više opcija tako da se troškovi kupovine jedne opcije u potpunosti ili delimično pokriju prodajom druge opcije nad istim baznim instrumentom. Postoji nekoliko strategija raspona: strategija vertikalnog raspona, strategija horizontalnog raspona, strategija dijagonalnog raspona, itd.

Pored opcija koje glase na akcije, postoje i sledeće vrste opcija:

- **Kamatne opcije** (*Interest Rate Options*, *Debt Options*) su opcije koje kao svoj osnovni instrument imaju obveznice ili evrodolarske depozite. Cena ove vrste opcija uslovljena je cenom osnovnog instrumenta, odnosno u krajnjoj liniji kolebanjem kamatnih stopa. Kamatna opcija daje pravo na kupovinu ili prodaju određenog nominalnog iznosa obveznica (npr. 10.000 dolara). Cena izvršenja opcije izražava se u procentnom odnosu prema nominalnoj vrednosti obveznice (npr. cena izvršenja od 98 jednaka je 98% od nominalne vrednosti obveznice kojom se trguje, tj. 9.800 dolara).

- **Indeksne opcije** (*Stock-Index Options*) su opcije koje u svojoj osnovi imaju neki od opštih ali i posebnih berzanskih indeksa. One omogućavaju investitoru da igra na kretanje indeksa, odnosno kretanje tržišta koje indeksi predstavljaju. Investitor koji predviđa rastuće tržište (Bull), koristiće *call* indeksnu opciju, a ako predviđa opadanje cene (Bear), koristiće *put* indeksnu opciju. Indeksne opcije razlikuju se od opcija na akcije po

načinu izvršenja, dok se kod ovih drugih ugovor izvršava na dan dospeća, predajom akcije, indeksna opcija se izvršava u novcu. Ovaj tip opcija je vrlo popularan kod špekulanata, jer daje visok efekat leveridža: promena u indeksu od 1% može uticati na promenu cene opcijskog ugovora od 15% i više.

-*Opcije na fjučerse (Futures Options)* su posebna vrsta opcija, u čijoj osnovi leži fjučers ugovor. One mogu biti konstituisane na bazi svih fjučers ugovora - robnih, kamatnih, deviznih i indeksnih. Ova vrsta opcije daje pravo kupcu da "zauzme poziciju" u fjučers ugovoru, koji mu je u osnovi. *Call* fjučers opcija daje pravo kupcu da prilikom izvršenja dobije fjučers ugovor, dok kod *put* fjučers opcije kupac ima pravo da proda fjučers ugovor emitentu opcije. Profit fjučers opcija nastaje usled činjenice da je fjučers ugovor koji se stiče ili isporučuje prilagođen tržištu i stoga donosi razliku u margini koja može biti u korist ili na teret jednog od učesnika.

### 2.2.3.3. Suština trgovanja ostalim derivatima

Pored fjučersa i opcija, kao osnovnih vrsta derivata, na finansijskom tržištu kreiran je čitav niz izvedenih terminskih finansijskih instrumenata. Ovi derivati imaju naglašen međunarodni karakter, jer su denominirani u raznim valutama. Period nastanka ovih instrumenata koincidira sa periodom veoma kolebljivih kamatnih stopa i deviznih kurseva, što nije slučajno, jer oni predstavljaju sredstvo transfera rizika za investitore koji su izloženi rizicima promena deviznih kurseva i kamatnih stopa. Glavni predstavnici ove vrste derivata su svopovi i sporazumi o kamatnim stopama.

*Svopovi (Swaps)* predstavljaju ugovore kojima se vrši razmena plaćanja kamata na finansijske instrumente koje investitori - ugovarači poseduju. Tržište svopova konstituisano je 1976.godine, kada je obavljena prva transakcija ove vrste, valutni svop, a postalo je poznato posle 1981.godine, odnosno posle velike i javne transakcije između američke kompanije IBM i Svetske banke, u kojoj je prva preuzela na sebe plaćanje obaveza Svetske banke po dolarskih kreditima, a ova u zamenu otpočela sa servisiranjem obaveza IBM u švajcarskim francima i nemačkim markama.

Razlikujemo sledeće vrste svopova:

- *Kamatni svop (Interest Rate Swap)* znači razmenu plaćanja kamate po fiksnoj kamatnoj stopi za plaćanje kamate po promenljivoj kamatnoj stopi,
- *Valutni svop (Currency Swap)* podrazumeva zamenu kamate po fiksnoj kamatnoj stopi, koja se plaća u jednoj valuti, fiksnom kamatnom stopom u drugoj valuti,
- *Valutno-kamatni svop (Currency Coupon Swap)* je kombinacija kamatnog i valutnog svopa, kod koga se kamata po fiksnoj kamatnoj stopi u jednoj valuti zamenjuje za kamatu po promenljivoj kamatnoj stopi u drugoj valuti,
- *Svop marže (Basis Rate Swap)* je oblik kamatnog svopa, u kome se vrši zamena kamate po jednoj promenljivoj kamatnoj stopi za kamatu po drugoj promenljivoj kamatnoj stopi (LIBOR / kamatna stopa na komercijalne papire).

Svopovi su jedan od finansijskih instrumenata kojima se relativizuje netržišnost kreditnih instrumenata. Oni omogućavaju da se karakteristike novčanog toka pojedinih kreditnih instrumenata modifikuju. Sami svopovi imaju svojstva tržišnosti, jer se njima može trgovati na sekundarnom tržištu svopova. Oblici trgovine mogu biti sledeći:<sup>187</sup>

- *prodaja svopa (Swap Sale)*, gde jedan od učesnika nalazi investitora, koji preuzima njegove obaveze, pri čemu mu plaća određenu cenu;

---

<sup>187</sup> F. J. Fabozzi, F. Modigliani, M. Ferri, Foundations of Financial Markets and Institutions, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1994., str. 613-614



- *obrnuti svop (Swap Reversal)* znači da jedan od učesnika zaključuje sa trećim licem novi svop, koji sadrži jednaka obeležja kao i originalni svop;

- *otkup svopa (Buy-Back)* podrazumeva da jedan od učesnika odustane od izvršenja svopa, plaćajući drugome kompenzaciju, čiji iznos zavisi od kretanja kamatne marže od momenta zaključenja ugovora do momenta njegovog otkupa.

**Sporazum o kamatnim stopama (Interest Rate Agreement)** je sporazum između dva investitora, u kome se jedan obavezuje, uz naknadu, da isplati drugom investitoru određeni novčani iznos, ako je u ugovoru označena kamatna stopa različita od nivoa utvrđenog ugovora. Referentna kamatna stopa je neka od promenljivih kamatnih stopa na finansijskom tržištu. Ako je sporazumom predviđeno da se isplata ugovorene sume vrši ako referentna kamatna stopa pređe utvrđeni nivo, reč je o sporazumu koji se odnosi na maksimalnu visinu kamatne stope. Ako je uslov za isplatu pad kamatne stope ispod određenog limita, reč je o sporazumu koji utvrđuje minimalnu kamatnu stopu. Kombinacija ova dva mehanizma poznata je kao zaštita marže, koja podrazumeva kupovinu maksimalne i prodaju minimalne visine kamatne stope od strane jednog investitora.

Poseban oblik sporazuma o kamatnim stopama je **sporazum o budućim kamatnim stopama (Forward Rate Agreement, FRA)**. U ovom ugovoru dve banke sporazumevaju se da na dan dospeća jedna drugoj plate kamatu po dve različite kamatne stope, računate na uslovan iznos glavnice. Banke izvršavaju ugovor tako što jedna drugoj isplaćuju samo razliku između dve kamatne stope, koja predstavlja dobitak/gubitak iz transakcije.

Kao što se vidi na finansijskim tržištima egzistira široka lepeza ponude raznih finansijskih instrumenata, koji su nastali iz potreba privlačenja atomizirane štednje i smanjenja rizika na uložena sredstva.

#### 2.2.4. Novi emisijski postupci na finansijskom tržištu

Početak 80-ih godina XX veka obeležen je značajnim finansijskim inovacijama, počevši od SAD, preko Evrope do razvijenih zemalja Dalekog Istoka. Ove inovacije znače nove ili poboljšane proizvode koji se nude i procese koji se odvijaju na finansijskim tržištima. Finansijske inovacije se ne događaju tek tako, već za njihovu pojavu postoje razlozi, kako konceptualni tako i iz okruženja.

Glavna pokretačka snaga koja se krije iza svake finansijske inovacije je motiv profita. U ekonomskom smislu, novi finansijski proizvod će biti profitabilniji ako tržište učini efikasnijim i/ili potpunijim. Finansijska inovacija može učiniti tržište efikasnijim u smislu smanjenja razlike između iznosa koji krajnji štediša dobija za uložena sredstva i iznosa koji krajnji primalac novca plaća ili smanjivanjem transakcionih troškova, što dovodi do smanjenja troškova posredovanja.

Potpuno tržište postoji kada svakom riziku na svetu odgovara različita utrživa hartija od vrednosti.<sup>188</sup> Nesavršena tržišta postoje kada broj i vrste hartija od vrednosti ne pokrivaju sve te rizike. Drugim rečima, uz nepotpuno tržište postoji nezadovoljena tražnja za određenim vrstama hartija u delu investitorske klijentele. Ako je tržište nepotpuno, preduzeću ili finansijskoj instituciji se isplati da iskoristi mogućnost i da ponudi nove ili modifikovane hartije u cilju zadovoljenja želja investitora, što će usloviti sniženje finansijskih troškova. Sve dok je tržište nepotpuno, preduzeće ili finansijska institucija treba da nastave sa emitovanjem hartija, koje će prilagođavati zahtevima tržišta.

---

<sup>188</sup> J. Hirshleifer, *Investment, Interest and Capital*, New York Prentice Hall, Englewood Cliffs, New York, 1970., str. 264

Međutim, u ravnotežnom stanju nemoguće je tržišta učiniti efikasnijim i/ili potpunijim. U takvim uslovima ne bi bilo finansijskih inovacija. Ovde treba istaći da se tržišta gotovo nikada ne nalaze u ravnoteži, a ukoliko se slučajno nalaze u ravnotežnom položaju u tom stanju ostaju vrlo kratko i to zbog promena koje se dešavaju u okruženju. Postoje brojni uzroci ovih promena. Temelj svakog uzroka je promena tokova ušteđevine ili uvođenje i/ili promena rizika, tj. korisnosti od rizika. Osnovni katalizatori promena su:<sup>189</sup>

- promena poreskih zakona;
- tehnološki progres;
- promene visine stope inflacije, kamatne stope i deviznog kursa, kao i njihovo slobodno kretanje;
- promene nivoa ekonomske aktivnosti;
- promene zakonske regulative.

Promenom jednog ili više od ovih činilaca remeti se ravnoteža, javljaju se mogućnosti za ostvarenje profita, pa u cilju iskorišćenja novonastalih prilika kreiraju se novi finansijski proizvodi i procesi.

Kada se promene poreski zakoni, menja se ravnotežna struktura rizika neizvršenja nakon oporezivanja. Zato se često javljaju novi ili modifikovani postojeći finansijski instrumenti. Nova tehnologija informacija i transfera sredstava na temelju kompjuterske tehnologije ubrzava promene u izvršavanju finansijskih usluga. Da bi se zadržala konkurentnost, važna je efikasnost, pa one finansijske institucije koje se ne prilagode novoj tehnologiji brzo zastarevaju. Da bi opstala, institucija mora smanjiti transakcione troškove. Inflacija koja se brzo menja, kao i fluktuirajuće nominalne i realne kamatne stope izazivaju uvođenje novih finansijskih proizvoda. Devizni kursevi koji se slobodno formiraju imaju isti efekat. Povećanje kamatnih stopa i/ili slobodno kretanje deviznog kursa uzrokuju to da veliki broj učesnika na finansijskom tržištu nastoji da smanji rizik, uz mogućnost prebacivanja na nekog drugog. Kao rezultat toga nastaju poslovi prilagođavanja i ostali načini pokrivanja rizika. Sa slobodnim kretanjem inflacije i kamatnih stopa usko je povezan nivo ekonomske aktivnosti. U periodima ekonomskog prosperiteta, tržište je u usponu, tako da je svrha razvoja novih proizvoda postizanje tog cilja. Pri oštroj recesiji, tržište prihvata instrumente kojima se smanjuje nivo rizika. Promene zakonske regulative, takođe, predstavljaju značajne promene u okruženju. Npr. u SAD u kasnim 70-im godinama desila se radikalna deregulacija u oblasti finansijskih usluga. Ovim promenama značajno je smanjena razlika između zakonske regulative razvijenih zemalja i finansijskih proizvoda koji se nude na tržištima. Prepreke ulasku u finansijski sektor u velikoj meri su smanjene, uz istovremeno povećanje konkurencije, što je rezultiralo u sniženju prosečne cene usluga. U takvoj atmosferi cvetale su finansijske inovacije. Nakon ove, ubrzo je usledila deregulacija finansijskih tržišta u Velikoj Britaniji, Francuskoj, Nemačkoj, Japanu, Holandiji, kao i u ostalim zemljama.

Bez obzira na vrstu faktora, finansijske inovacije se pojavljuju zbog mogućnosti ostvarenja profita. Na konkurentskim tržištima, profitabilnost finansijske inovacije njenom kreatoru tokom vremena će se smanjivati, jer vrlo brzo nakon lansiranja profitabilne inovacije, na tržištu se javljaju konkurenti sa sličnim proizvodima ili procesima. Kao posledica ovoga javlja se činjenica da korisnici finansijskih usluga sve više dobijaju koristi od finansijske inovacije. Iako pokretač inovacije na početku ostvari značajan profit, to ne traje dugo. Sve više se te koristi prenose na korisnike u vidu nižih troškova, ali pod uslovom da su finansijska tržišta zaista konkurentna. U tom smislu finansijski menadžeri treba pažljivo da prate inovacije, kako bi uvideli koje od njih imaju trajnu ekonomsku utemeljenost, tj. koje su postale troškovno efikasne, te koje od njih imaju smisla za

---

<sup>189</sup> James C. Van Horne, Finansijsko upravljanje i politika, MATE, Zagreb, 1993., str. 561

preduzeće, jer na tržištu se godišnje javlja na hiljade inovacija, međutim mnoge od njih ne uspevaju da prežive. Prema tome, finansijski menadžer mora imati efikasan sastav praćenja ili će se izgubiti u zbunjujućem prikazu novih finansijskih proizvoda i procesa.

Finansijske inovacije ne samo da menjaju troškove, obeležja i pristupe određenim vrstama, tj. izvorima finansiranja, već one utiču na upravljanje novcem i utrživim hartijama od vrednosti. Mogućnost prenošenja rizika preko finansijskih tržišta se enormno povećala i to sve kao posledica finansijskih inovacija.

Prema Kembelu sve inovacije na finansijskom tržištu mogu se podeliti na inovacije proizvoda, procesa i organizacije.<sup>190</sup>

**Inovacije proizvoda** odnose se na stvaranje novih proizvoda, odnosno finansijskih instrumenata. Primeri takvih instrumenata nalaze se u svim segmentima finansijskog tržišta, ali su posebno prisutni na hipotekarnom tržištu i tržištu derivata. Kreiranje finansijskih instrumenata je odgovor finansijskog tržišta na promene u okruženju, posebno na kolebljivost kamatnih stopa, tehnološkog progressa u komunikacijama i razvoju kompjutera, kao i na promene vezane za proces regulacije finansijskih tržišta.

**Inovacije u procesima, tj. procedurama** poslovanja na finansijskom tržištu, vezane su za infrastrukturu tržišta, odnosno korišćenje kompjuterske tehnologije i komunikacija. One se odnose na elektronski prenos podataka, koji omogućava kontinuiranu trgovinu i dematerijalizaciju trgovine, automatizovano saldiranje operacija, operacije sekuritizacije, kojima se na poseban način povezuju kreditno i finansijsko tržište, razvoj šalterskog tržišta, itd.

**Organizacione inovacije** sadržane su u kreiranju novih institucija na tržištu, kao što su investicione kompanije, čija delatnost dovodi do novih proizvoda i procesa.

Finansijske inovacije razgradile su klasični oblik finansiranja putem depozita i kredita, obogatile su strukturu izvora sredstava finansijskih subjekata i investitora i unapredile bankarsko poslovanje u pogledu oročenosti ponuđenih hartija od vrednosti. Ovde se pre svega misli na pojavu novih oblika evroobveznica, kao što su:

- *Discount Bonds* - to su obveznice koje se prodaju po diskontnim cenama, tj. cenama nižim od nominalne vrednosti, pri čemu se u roku dospeća isplaćuje obveznica po nominalnoj vrednosti, tako da investitor ostvaruje zaradu na razlici u ceni između nominalne i diskontne vrednosti obveznice;

- *Drop Lock Bonds* - predstavljaju kombinaciju obveznica sa fiksnom i promenljivom kamatom i s mogućnošću utvrđivanja fiksne kamatne stope ukoliko se nove kamate spuste ispod unapred utvrđenog nivoa;

- *Extendable Bonds* - su obveznice čiji se rokovi dospeća mogu prolongirati ukoliko se novom obveznicom zameni stara obveznica;

- *Party Paid Bonds* - su obveznice sa parcijalnim plaćanjem, koje investitorima omogućavaju rast dodatne vrednosti u uslovima smanjenja otplate zbog niskih kamatnih stopa;

- *Step Down Bonds* - su obveznice sa degresivnim kuponima;

- *Wings* - su obveznice koje se mogu konvertovati u državne obveznice.

Prema tome, emisija i kupovina hartija od vrednosti kao vidovi izvora finansiranja i oblika plasmana sredstava jesu refleksija finansijskih inovacija na međunarodnim finansijskim tržištima od posebnog značaja za gotovo sve finansijske subjekte i investitore sa stanovišta redukcija troškova finansiranja, optimizacije strukture finansiranja, diverzifikacije plasmana slobodnih novčanih sredstava, održavanje potrebnog nivoa likvidnosti i solventnosti transaktora, povećanja stepena rentabilnosti sredstava i finansijskih zarada i minimiziranja rizika.

---

<sup>190</sup> Tim S. Campbell, Money and Capital Markets, Scott, Foresman and Co., Glenview, Illinois, 1988., str.399

Najznačajniji oblici finansijskih inovacija u oblasti proizvoda koji se nude na finansijskim tržištima su sledeći:

- *NOW aranžmani (Negotiable order of withdrawal)* reprezentuju specijalne račune kod banaka i štedionica, koji obezbeđuju kamatu i mogućnost automatskog povlačenja sredstava depozita. Tehnički, račun pripada kategoriji štednih aranžmana sa normalnom kamatom, ali ustanovljena je mogućnost plaćanja preko računa, usled čega imaju i odlike tekućih računa. Institucionalizovanje ovih računa izvršeno je sa ciljem da se izbegne zakonska restrikcija plaćanja kamate na tekuće račune i transakciona sredstva. Uvedeni su računi koji pokrivaju tekuća plaćanja, obezbeđuju likvidnost i nose odgovarajuću kamatu. Oni obezbeđuju šire funkcije i kvalitet u odnosu na klasične tekuće ili štedne račune i usled toga su znatno atraktivniji za nebankarske transfere. Banke su preko ovih računa stvorile novi kanal privlačenja slobodnih finansijskih resursa i formiranja finansijskog i kreditnog potencijala.

- *Sporazumi, tj. aranžmani o repupovini hartija (Repurchase agreements, Repos, RP)* poput prethodnih aranžmana reprezentuju inovacioni instrument novčanog tržišta i prikupljanja slobodnih novčanih sredstava, jer se radi o kratkoročnim državnim hartijama, tj. papirima koje banke privremeno transformišu subjektima sa prolaznim viškovima likvidnih sredstava. Transakcije su pokrivene ugovorima u kojima se precizira jedinična vrednost hartija, cena transfera, dospelost i kamata. Na ovaj način transaktori prelivaju slobodna finansijska sredstva u bankarske potencijale i ostvaruju odgovarajući kamatni prihod. Najduži rokovi dospelosti su 90 dana, ali se prema ovom aranžmanu sredstva mogu povratiti ulagačima u znatno kraćim rokovima. Uložena sredstva nemaju karakter depozita i usled toga nisu osigurana. Zahvaljujući ovom aranžmanu obezbeđuje se puno korišćenje novčanih sredstava u periodu kada su za nebankarskog transaktora slobodna. Kod ovog aranžmana ne postoji tržišni rizik, jer se ugovorima pokrivaju iznosi uložениh sredstava i odgovarajući kamatni prinosi.

- *Svip aranžmani (Sweep accounts)* predstavljaju novu mogućnost za utvrđivanje salda na računima komitenata, ali i novi finansijski instrument banaka za mobilizaciju slobodnih finansijskih resursa. U osnovi radi se o utvrđivanju individualizovanih margina likvidnih pozicija pojedinih transaktora na tekućim računima i intervencijama banke u slučaju probijanja gornje ili donje granice likvidnih sredstava. Prema specijalnim ugovorima između transaktora i banke treba da se održava nivo likvidnih sredstava u okviru instalisanih zona, pri čemu banke u slučaju viška likvidnih sredstava automatski vrše konverziju viška u kamatonosne hartije. U slučaju opadanja salda gotovine ispod donje granice banka će konvertovati hartije u likvidna novčana sredstva. Pored mobilizatorske uloge, ovde banke obavljaju i širu ulogu katalizatorskog pročišćavanja računa transaktora, optimizacije likvidnih pozicija, racionalizacije novčanih sredstava i aktiviranje potencijalno negativnih novčanih sredstava.

- *Depozitni računi novčanog tržišta (Money market deposit accounts)* reprezentuju inovacioni finansijski instrument mobilizacije slobodnih novčanih sredstava i utvrđivanje kompetitivne pozicije banaka u kapitalističkim razvijenim zemljama. Kod ovih računa određuje se minimalni nivo depozita koji treba da bude održavan, kao uslov da transaktor dobija od banke odgovarajući prinos. Kada nivo depozita padne ispod određenog iznosa, banka obara kamatnu stopu ili nivo kamatnog prihoda. U uslovima održavanja depozita na i iznad minimuma banka može autonomno određivati nivo kamate, tj. može nuditi stimulativnu kamatu za privlačenje dodatnih depozita. Utvrđeni su limiti transakcija preko ovih računa, tako da je preko njih moguće najviše šest transakcija mesečno obaviti.

- *Mešoviti fondovi novčanog tržišta (Money market mutual fund)* reprezentuju kvalitativno nove kratkoročne finansijske instrumente za prikupljanje disperzirane štednje. Ovi fondovi formiraju se na principu rezervoara (pooling), odnosno dnevni prilivi novčanih sredstava iz raznorodnih izvora sintetizuju se i ulažu u kupovinu odgovarajućih

tržišnih instrumenata. Kratkoročnost i visok bonitet hartija daju mešovitim fondovima karakter sigurnosti ulaganja sredstava. Prinos na uložena sredstva se dnevno menja, sa promenama kamatnih stopa spektra hartija. Mešoviti fondovi obezbeđuju ulagačima dodatne povoljnosti: dnevni dohodak, likvidnost, automatsko reinvestiranje, stabilnost osnovnog uloga, platnoprmetne usluge, minimalni inicijalni iznos investiranja, konvencionalnu praktičnost.

- *Overdraft računi (Overdraft Checking account, automatic overdraft account)* reflektuju kreditne linije banke za štediše i transaktoare. Banka automatski pokriva povlačenje sredstava čekovima za koje ne postoji dovoljan iznos sredstava na računima. Kreira se automatski kredit na bazi pristiglih čekova transaktoara za iznos koji je iznad nivoa depozita komitenta kod banke. Pogodnost ovog instrumenta jeste automatizam instalisanja kreditnog aranžmana preko priliva ili putem kreditnih kartica. Po pravilu reč je o personalnim kreditima koji se realizuju na indirektan način, posredstvom odgovarajućih instrumenata platnog prometa. Iznosi kredita su obično ograničeni, pri čemu je i vreme korišćenja kreditnih resursa ograničeno. U uslovima znatnih fluktuacija novčanih sredstava kod određenih preduzeća, overdraft računi su pogodan način racionalizacije i ekonomisanja metoda finansiranja poslovnih linija.

- *CD sa varijabilnom kamatom (Negotiable certificate of deposit)* je novi tip prenozivih CD čiji su glavni kupci fondovi tržišta novca. Kupon koji se daje pri emisiji ovog instrumenta izdaje se na izvesnu sumu iznad prosečne kamatne stope. Ovaj instrument pruža banci kao emitentu mogućnost da manipulira sa kamatnim stopama.

- *Diskontni CD (Discount CDs)* omogućio je otklanjanje negativnosti pri trgovini sa CD, jer su dileri finansirali prispelu kamatu po ovim hartijama. Da bi izbegli ovaj problem i da bi olakšali investitorima da vrše poređenje prinosa koji ide na CD sa prinosima na diskontne hartije, došlo se na ideju da se emituju CD koji nose diskont a ne kamatu.

- *CD u evrodolarima (Eurodollar CDs)* pretežno kupuju druge banke koje posluju na Evrotržištu, dok ostatak kupuju korporacije i institucionalni investitori. U poslednje vreme dileri i brokeri stvaraju sekundarno tržište za ovaj tip hartija od vrednosti.

- *Jenki CD (Yankee CDs)* su CD koje emituju strane banke u dolarskoj denominaciji na Evrotržištu, ali i na domaćem tržištu posredstvom ogranaka. Ime su dobili na bazi Jenki obveznica, koje se emituju na domaćem tržištu od stranih zajmoprimalaca. Manje su likvidni od domaćih, a nose sa sobom i veći rizik. Glavni kupci ovog instrumenta su korporacije koje su kupci prinosa i fondovi koji vrše ažuriranje.

Prema tome sa razvojem finansijskog tržišta i sa promenama u okruženju javlja se sve veći broj finansijskih inovacija, kako u oblasti proizvoda, tako i na području procesa i organizacije na finansijskom tržištu.

## TREĆI DEO

### MERE EFIKASNOSTI FUNKCIONISANJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Svrha finansijskih tržišta u nekoj ekonomiji je da efikasno alociraju štednju krajnjim korisnicima. Kad bi one ekonomske jedinice, koje štede bile iste one koje pribavljaju kapital, ekonomija bi mogla uspešno da funkcioniše i bez finansijskih tržišta. Međutim, u modernim ekonomijama ekonomske jedinice najodgovornije za pribavljanje kapitala - nefinansijske organizacije - koriste više od svoje ukupne štednje za investicije u realna sredstva. S druge strane, domaćinstva imaju višak ukupne štednje nad ukupnim investicijama. Što su veće razlike u oblicima željene štednje i investicija među ekonomskim jedinicama, to je veća potreba za efikasnim finansijskim tržištima, koja će kanalisati štednju do krajnjih korisnika. U tom smislu trebalo bi spojiti krajnjeg investitora u realna sredstva i krajnjeg štedišu uz najmanji mogući trošak i neudobnost. Efikasna finansijska tržišta su apsolutno važna da bi se osiguralo adekvatno pribavljanje kapitala i ekonomski rast u ekonomiji. Uz finansijske posrednike tok štednje od štediša do korisnika može biti posredan. Finansijski posrednici uključuju institucije poput komercijalnih banaka, osiguravajućih društava, penzionih fondova i fondova na osnovu raspodele profita. Ovi posrednici dolaze između krajnjih zajmodavaca i zajmoprimalaca pretvarajući neposredna potraživanja u posredna. Oni primaju primarne hartije od vrednosti, a zauzvrat emituju svoje. Finansijski posrednici nastoje da novčane fondove učine što privlačnijim. S jedne strane, posredne hartije izdate krajnjim zajmodavcima su privlačnije od neposrednih ili primarnih hartija. S druge strane, krajnji zajmoprimalac može prodati svoje primarne hartije finansijskom posredniku po povoljnijim uslovima, nego kada bi se hartije direktno prodavale krajnjim zajmodavcima. Prema tome, finansijski posrednici omogućavaju raznovrsne usluge, koje čine pretvaranje potraživanja atraktivnim.

Prednosti koje sa sobom nose finansijski posrednici vezani su za sledeće:

a) *Troškovi transakcije*. S obzirom da su finansijski posrednici konstantno u poslu kupovanja primarnih hartija i prodaje posrednih hartija, moguće su ekonomije obima, koje su nedostupne zajmoprimcu i pojedinačnom štediši. Kao rezultat toga smanjuju se transakcioni troškovi i troškovi vezani za traženje potencijalnih zajmoprimalaca i zajmodavalaca.

b) *Proizvodnja informacija*. Finansijski posrednik može efikasnije steći informaciju o krajnjem zajmoprimcu od zajmodavca. Štavište, posrednik može smanjiti problem moralnog hazarda nepouzdanosti informacije, uz istovremenu zaštitu poverljivih informacija.

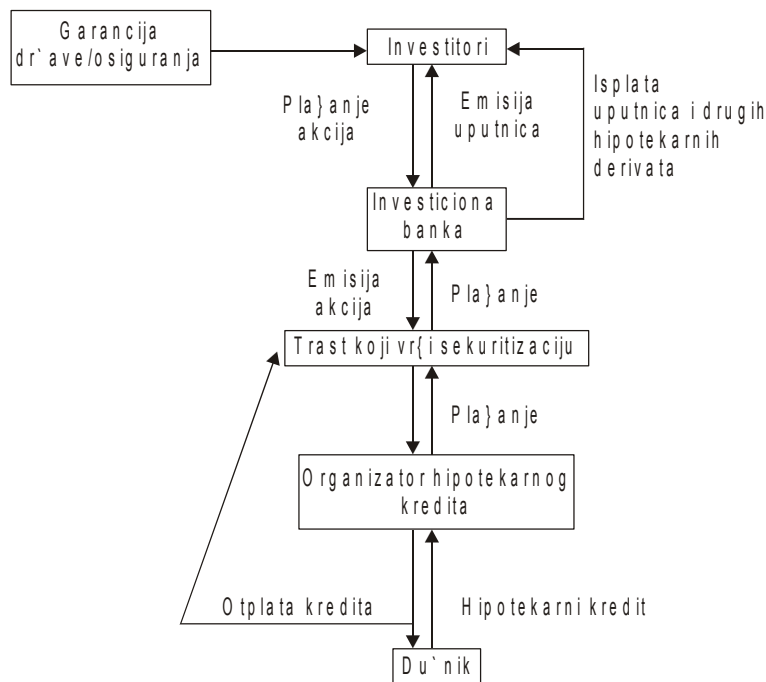
c) *Deljivost i fleksibilnost*. Finansijski posrednik može prikupiti štednju mnogih pojedinačnih štediša da bi kupio primarne hartije različite veličine. Naime, finansijski posrednici posredne hartije čine mnogo atraktivnijim štedišama. Zajmoprимci su fleksibilniji u poslovanju s finansijskim posrednikom nego li s velikim brojem zajmodavaca, tako da mogu da postignu bolje uslove, koji odgovaraju njihovim potrebama.

d) *Diverzifikacija rizika*. Kupujući različite primarne hartije, finansijski posrednik može diverzifikovati rizik. Ako su te hartije u manjoj korelaciji jedna s drugom od savršene korelacije, posrednik može smanjiti rizik fluktuacije vrednosti glavnice. Koristi od smanjenog rizika se prenose na imaoce posrednih hartija. Kao rezultat toga, posredne hartije omogućavaju veći stepen likvidnosti štediši nego orijentacija samo na primarne hartije. Proces finansijskog posredovanja je uspešan u postizanju adekvatne diverzifikacije do stepena koji pojedinci ne mogu sami postići, zbog veličine ili ostalih razloga.

e) *Vreme dospeća.* Finansijski posrednik može da pretvori primarnu hartiju jednog vremena dospeća u posrednu hartiju drugog vremena dospeća. Kao rezultat toga, vreme dospeća primarnih i posrednih hartija mogu biti atraktivniji zajmoprimcu i zajmodavcu, nego kad bi zajam bio neposredan.

f) *Stručnost i ugodnost.* Finansijski posrednik je stručnjak za kupovinu primarnih hartija, čime odstranjuje neugodnost da ih štediša direktno kupuje. Na primer, malo pojedinaca je upoznato sa složenošću poslova pri dobijanju hipotekarnog zajma, jer oni nemaju ni vremena niti sklonosti da to nauče, pa stoga radije ove poslove prepustaju posrednicima, od kojih kupuju posredne hartije. S druge strane, finansijski posrednik je i stručnjak za poslovanje s krajnjim štedišama, a ta stručnost upravo nedostaje većini zajmoprialaca.

Finansijski posrednici sugerišu emitentima vrstu i veličinu (denominaciju) posrednih hartija, koje će izdati u skladu sa željama investitora. Njihova svrha je, naravno, da zarade profit kupujući primarne hartije, koje donose više nego što oni moraju da plate na posredno emitovane hartije i za transakcije. Na ovaj način oni kanališu sredstva od krajnjeg zajmodavca do krajnjeg zajmoprimca po nižem trošku i/ili većoj pogodnosti nego što je to moguće preko neposredne kupovine primarnih hartija od strane krajnjeg zajmodavca. Inače, u suprotnom ne bi bilo svrhe za postojanjem finansijskih posrednika.



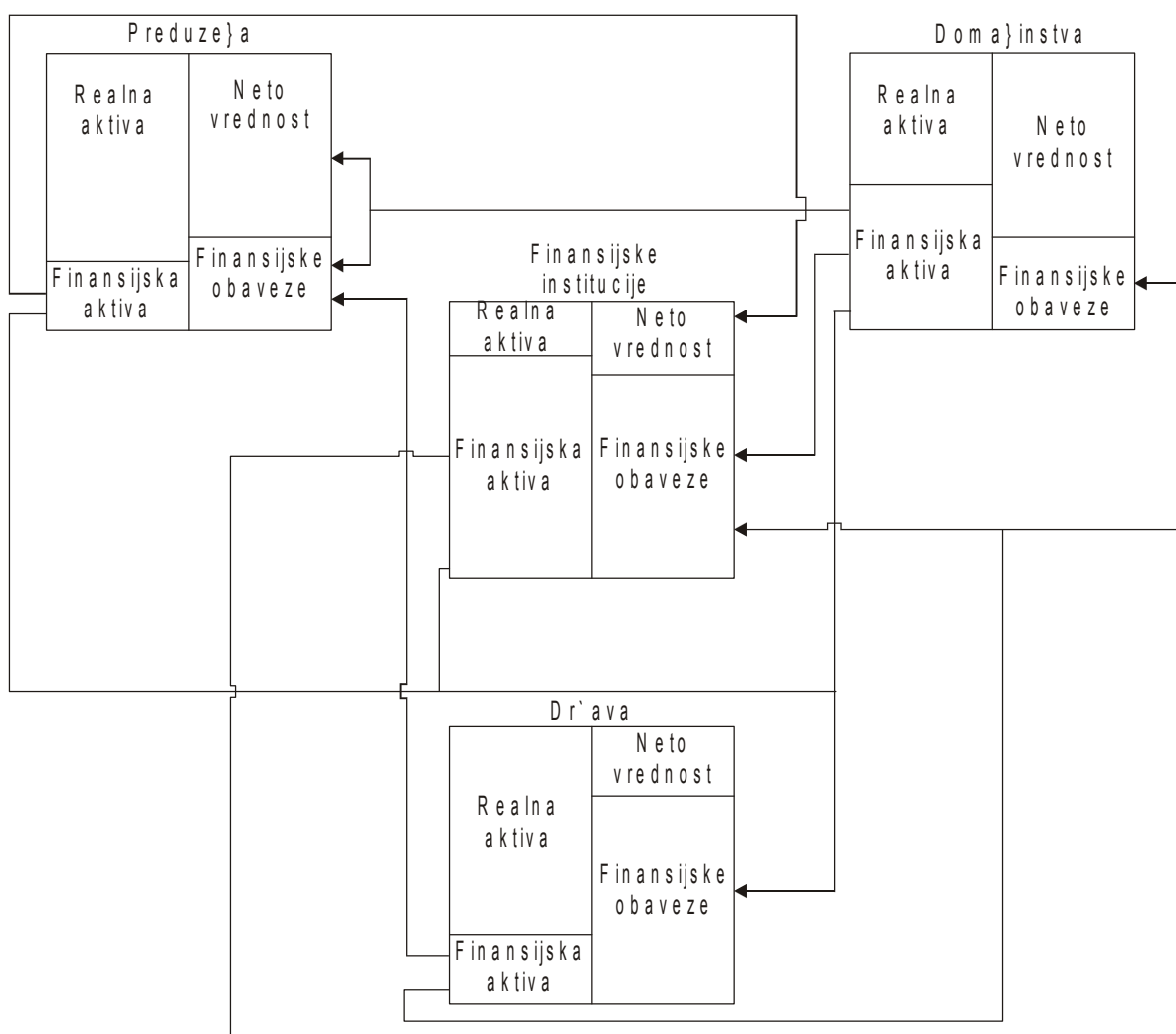
Shema 19: Proces sekuritizacije

U uslovima kada finansijsko posredovanje više ne čini finansijska tržišta efikasnijim, pojavljuje se proces neposredovanja. Jedan od simptoma ovog fenomena je sekuritizacija. Sekuritizacija predstavlja mobilisanje kreditnih potraživanja banke putem hartija od vrednosti i njihovu prodaju na tržištu. Ove hartije imaju rokove dospeća koji odgovaraju rokovima dospeća originalnih kredita, a otplata prihoda investitoru vrši se iz prihoda koje banka ima na osnovu datog kredita. Na taj način se za banku smanjuje rizik likvidnosti i rizik kamatne stope. S druge strane, smanjuje se kreditni rizik za investitore,

jer banka vrši ocenu kreditne sposobnosti dužnika, a svojim rejtingom ili garancijom obezbeđuje otplatu prihoda investitoru.<sup>191</sup> Ovaj proces ilustrovan je Shemom 19.

U praksi banaka, razvijena je sekuritizacija hipotekarnih kredita, potrošačkih kredita (posebno za automobile i kompjutere), kredita po osnovu korišćenja kreditnih kartica, itd.). Ovaj proces ima dublji značaj za razvoj finansijskih instrumenata, jer omogućava tržišnost bankarskih kredita - kreditnih instrumenata, koji to svojstvo ranije nisu posedovali. On na taj način širi granice finansijskog tržišta i podiže njegovu efikasnost.

U privredi postoje četiri glavna sektora: nefinansijska preduzeća, domaćinstva, država i finansijske institucije. Ova četiri sektora čine matricu potraživanja jednih od drugih, što se može prikazati na shematski način.



Shema 20: Odnos potraživanja između osnovnih sektora privrede

Shema prikazuje zamišljene bilanse stanja svakog sektora. Finansijska sredstva svakog sektora uključuju, kako novac, tako i primarne hartije. U krajnjoj instanci, domaćinstva su krajnji vlasnici svih preduzeća, bez obzira da li su to nefinansijska

<sup>191</sup> J. A. Rosenthal, J. M. Ocampo, *Securitization of Credits*, John Wiley and Sons, New York, 1988., str. 17



preduzeća ili privatne finansijske institucije. Slika pokazuje značajnu ulogu finansijskih posrednika. Njihova sredstva (aktiva) su uglavnom finansijska; oni poseduju relativno malu količinu realnih sredstava. Na desnoj strani bilansa stanja, prevladavaju finansijske obaveze. Finansijske institucije se tada upuštaju u pretvaranje neposrednih potraživanja u posredna potraživanja, koja imaju veću privlačnost. Odnos između finansijskih prema realnim sredstvima (finansijske i realne aktive) i finansijskih obaveza i neto vrednosti (finansijske i realne pasive) razlikuje ih od ostalih ekonomskih jedinica.

Što se više razlikuju načini na koje uštedevine teku od krajnjih štediša do krajnjih korisnika sredstava, to su obično efikasnija finansijska tržišta neke nacionalne ekonomije. Što su razvijenija finansijska tržišta, veće su mogućnosti štediša da upotrebi štednju i veće su finansijske mogućnosti za onoga ko pozajmljuje. Korisnost oba učesnika je povećana. Uz efikasna finansijska tržišta javljaju se oštrije razlike između oblika štednje i oblika investiranja za ekonomske jedinice u nekoj ekonomiji. Razultat toga je veći stepen pribavljanja kapitala, rast i zadovoljenje potreba. Pojedinačne ekonomske jedinice nisu osuđene samo da drže svoju uštedevinu u novcu ili da investiraju u realna dobra. Njihove su alternative vrlo različite a svaka od njih doprinosi efikasnom kanalisanju sredstava od krajnjih štediša do korisnika.

### **3.1. Efikasnost finansijskih tržišta**

Efikasnost u kontekstu tržišta kapitala je definisana na mnogo načina. Prema *Diksonu i Holmsu*, za neko finansijsko tržište se može reći da je efikasno ukoliko su informacije o hartijama, kojima se trguje na tom tržištu dostupne učesnicima po relativno niskim troškovima.<sup>192</sup> *Aleksander i Šarp* smatraju da je tržište efikasno ako:

- a) svi investitori imaju besplatan pristup informacijama;
- b) svi investitori imaju jednaku sposobnost analize tržišta;
- c) svi investitori prilagođavaju svoje portfolije tržišnim cenama.

Odnosno, tržište je efikasno u odnosu na pojedini skup informacija ako je nemoguće, u proseku, realizovati izuzetan profit korišćenjem tog skupa informacija za formulisane odluke usmerenih na prodaju ili kupovinu.<sup>193</sup> Prema tome nesporna je činjenica da se svi istraživači slažu da je efikasno tržište ono tržište gde cene hartija od vrednosti u potpunosti odražavaju sve dostupne informacije. Međutim, ako postoji informativna efikasnost tržišta, to ne mora da znači da je tržište efikasno i u ekonomskom pogledu, tj. da obezbeđuje usluge, odnosno obavljanje transakcija po najnižim troškovima.

#### **3.1.1. Mogući aspekti efikasnosti finansijskih tržišta**

Da bi se shvatila efikasnost finansijskih tržišta neophodno je upoznati se sa hipotezama o efikasnim tržištima i to iz više razloga. Pre svega, ove hipoteze otklanjaju neka naša pogrešna verovanja o mestu i ulozi finansijskih tržišta (npr. otklanja se pogrešno shvatanje da su operacije na finansijskim tržištima hazardna igra). S druge strane, hipoteze nude savete za ponašanje učesnika na finansijskim tržištima.

Postoje dva aspekta efikasnosti finansijskih tržišta, i to:<sup>194</sup>

---

<sup>192</sup> Rob Dixon, Phil Holmes, *Financial Markets - Guide for Business*, Chapman & Hall, London, 1992., str. 10

<sup>193</sup> G. J. Alexander, W. F. Sharpe, *Fundamentals of Investments*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1989., str. 68

<sup>194</sup> Keane, S. M., *Stock Market Efficiency*, Philip Alan, Oxford, 1983., str. 158

1) **Operativna efikasnost (Operational Efficiency)** - zahteva od učesnika da transakcije obave što jeftinije. Ako između finansijskih posrednika postoji konkurencija, onda će cena njihovih usluga biti niža, tako da će tržište ostvariti operativnu efikasnost, pa slobodno možemo reći da su finansijska tržišta najrazvijenijih zemalja efikasna u ovom smislu.

2) **Alokativna efikasnost (Allocational Efficiency)** - zahteva da cene hartija od vrednosti budu takve da praktično ujednačavaju stopu rizika sa stopom prinosa. Ovo u stvari znači da će skup hartija sa istim nivoom rizika nuditi isti očekivani prinos. Na tržištu sa ovom karakteristikom štednja se usmerava u proizvodne investicije na optimalan način, tako da učesnici na tržištu ostvaruju korist.

Ove dve vrste efikasnosti finansijskog tržišta nalaze se u interaktivnom odnosu, jer je bez operativne efikasnosti, alokativna efikasnost je praktično neostvariva. U tom smislu, kada se objavi neka nova informacija o emitentu, može se očekivati da će doći do promene cene njegove hartije u onoj meri u kojoj se kupuju ili prodaju te hartije kao odgovor na novu informaciju. Međutim, ako postoje visoki transakcioni troškovi, onda se javlja barijera za trgovinu hartijama, jer će potencijalni dobitak od kupljene hartije biti anuliran transakcionim troškovima. Ova barijera stvara novu prepreku - prepreku za prenos štednje na novu optimalnu alokaciju.

**Hipoteze o efikasnim tržištima (The Efficient Markets Hypothesis - EMH)** primarno se odnose na alokativnu efikasnost tržišta. U skladu sa ovim hipotezama, finansijska tržišta su efikasna ako cene hartija u punoj meri reflektuju sve relevantne informacije, čim one postanu dostupne javnosti. U ovom slučaju cene hartija od vrednosti su sigurni i tačni signali za alokaciju štednje.

Hipoteze o efikasnim tržištima su se pojavile kao rezultat istraživanja statističara *Kendala*. On je otkrio da se cene akcija, obveznica i robe neće ponašati po šablonu, već će se menjati nasumice (slučajno), što je iznenadilo ne samo njega, već i mnoge ekonomiste. Glavni značaj Kendalovog rada je taj što je otkrio da nijedna informacija dobijena istraživanjem ranijih cena neće uticati na cene hartija kojima će se trgovati u budućnosti. Kao odgovor na ovo otkriće, mnogi ekonomisti i statističari su pokušavali da pronađu šablone za utvrđivanje budućih cena hartija. Obzirom da ova istraživanja nisu dala rezultate, Kendalovo otkriće dobilo je na značaju.

Kendal je otkrio da nema logike u načinu na koji se formiraju cene hartija od vrednosti. Međutim, u daljim istraživanjima videlo se da je ovakvo ponašanje cena na finansijskim tržištima uslovljeno konkurencijom. Dakle, cena hartije reflektuje sve dostupne informacije, što znači da će do promene cene doći samo u slučaju objavljivanja neke nove informacije.<sup>195</sup> Obzirom da je nemoguće predvideti novu informaciju, nemoguće je predvideti i promenu cene hartije od vrednosti.

Najznačajnije informacije koje utiču na cene hartija su:<sup>196</sup>

- informacije o dobiti kompanije (kako o ostvarenoj, tako i o očekivanoj dobiti);
- informacije o nivou dividendi i drugih vrsta prinosa (u ranijim godinama i o očekivanim dividendama i ostalim prinosisima u budućnosti);
- informacije o odnosu pozajmljenog kapitala prema ukupnom kapitalu, tj. leveridžu;
- informacije o očekivanoj stopi rasta emitenta;
- informacije o nivou rizika u kompaniji.

---

<sup>195</sup> Lars Oxelheim, *Financial Markets in Transition - Globalization, Investment and Economic Growth*, Routledge, London, 1996., str. 308

<sup>196</sup> Đurović-Todorović Jadranka, *Efikasnost finansijskih tržišta*, *Ekonomске teme* br.1, Ekonomski fakultet u Nišu, 1997., str. 185

Faktori kao što su stanje industrijskih odnosa u kompaniji ili zdravlje starijih menadžera, takođe, mogu uticati na cene hartija. Npr. ako se pojavi informacija da je jedan od osnivača kompanije teško bolestan, kao racionalan odgovor efikasnog tržišta na ovu novost javiće se porast cena akcija ove kompanije.

Da bi tržište zaista bilo efikasno zahteva se da informacije budu istinite. Ukoliko je reč o povoljnim informacijama, onda će one doneti koristi vlasnicima tih hartija, dok u slučaju da je reč o lošoj informaciji, onda će ona izazvati negativne implikacije na vlasnike hartija (pad cena). Po pravilu na efikasnim finansijskim tržištima investitori neće moći da ostvare nadprosečne prinose. U takvoj situaciji, jedini način za ostvarivanje nadprosečnog prinosa je ili investiranje u visoko rizične hartije, koje nude prinos veći od prosečnog, ili slučajno (npr. ako neko poseduje akcije naftne kompanije, pri objavljivanju informacija o otkriću novog naftnog polja doći će do skoka cena ovih akcija). Međutim, ukoliko tržište nije efikasno, onda će lukavi investitori imati vremena da prodaju ili kupe hartije i da ostvare profit do momenta iznošenja u javnost novih informacija.

### 3.1.2. Karakteristike različitih nivoa tržišne efikasnosti

Na efikasnom tržištu, svaka nova informacija odmah je u potpunosti uključena u cenu. Međutim, teorija nije saglasna koje informacije tržište obuhvata kroz cene, odnosno koje sve informacije te cene izražavaju. Prma karakteru uključenih informacija, postoje tri stepena efikasnosti tržišta:<sup>197</sup>

- slaba efikasnost,
- polujaka efikasnost i
- jaka efikasnost.

**Slab oblik efikasnost (Weak Form Efficiency)** pretpostavlja da cene finansijskih instrumenata odražavaju prethodne cene i trgovinsku istoriju finansijskog instrumenta. Drugim rečima, cene bilo koje hartije ne mogu se odrediti na osnovu nekog šablona, koji se ponavlja. Naime, ovde se misli da je nemoguće trgovati profitabilno isključivo na osnovu informacija o cenama u prošlosti. Ovaj nivo efikasnosti odgovara Kendalovom otkriću o slučajnom hodu (*Random Walk*).

**Polučvrst oblik efikasnost (Semi-Strong Form Efficiency)** postoji ako cene hartija od vrednosti zavise od svih javno objavljenih informacija. To su informacije sadržane u godišnjim izveštajima kompanija, u saopštenjima o prinosima i dividendama, u izmenama u obračunskoj praksi, u saopštenjima o bolesti osnivača kompanije, itd. Ako na tržištu postoji ovaj oblik efikasnosti, onda investitori neće moći da ostvare nadprosečan prinos istražujući informacije iz javno objavljenih izvora, jer su te informacije već uzete u obzir pri utvrđivanju cene konkretne hartije.

**Čvrst oblik efikasnost (Strong Form Efficiency)** karakteriše situacija da cene hartija od vrednosti u potpunosti zavise od svih relevantnih informacija, bez obzira da li su javno objavljene ili ne. Međutim, zakonodavac je predvideo da investitor ne može ostvarivati ekstra profit ukoliko poseduje i koristi insajder informacije, jer ih ne sme koristiti pri trgovanju pre njihovog objavljivanja.

Između ova tri nivoa efikasnosti finansijskih tržišta postoji međuzavisnost. Ako tržište ima polučvrst oblik efikasnosti, onda ono mora da ima i slab oblik efikasnosti, jer su prethodne cene javno objavljene informacije. Shodno tome, ako tržište ima čvrst oblik efikasnosti, onda ono mora imati i polučvrst i slab oblik efikasnosti. Jasno je da je čvrst oblik efikasnosti najpoželjniji, jer u stvari znači trenutno i nepristrasno reagovanje cena na bilo koju novu informaciju, bez obzira da li je ona javno objavljena ili ne. Međutim, za ogroman broj učesnika na finansijskim tržištima dostupnost poverljivim informacijama je

<sup>197</sup> Rob Dixon, Phill Holmes, Financial Markets - The Guide for Business, op. cit. str.15

ograničena. Ovo u stvari znači da je ovaj nivo efikasnosti u praksi neostvarljiv, tako da je za većinu učesnika relevantan polučvrst oblik efikasnosti.

Postojanje investicionih analitičara je jedan od razloga zašto finansijska tržišta ne mogu da razviju šablone za utvrđivanje cena finansijskih instrumenata, koji će se ponavljati. Moguće je identifikovati tri glavne vrste ovih eksperata:<sup>198</sup>

- **Tehnički analitičari (Technical analysts)** određuju investicione strategije na osnovu informacija o ranijim cenama akcija. Postoje dve vrste ovih analitičara. Prvi analiziraju dijagrame ili grafikone o kretanju cena akcija u nadi da će identifikovati model, koji bi mogao da se koristi za predviđanje budućih kretanja cena. Druga grupa ovih analitičara koristi mehanička pravila pri trgovanju. Primer za ovo su tzv. filter pravila, kod kojih se hartije kupuju pre nego li dostignu najviši nivo, a prodaju se pre dostizanja najnižeg nivoa. I jedna i druga grupa ovih analitičara smatra da na tržištu postoji slab oblik efikasnosti.

- **Fundamentalni analitičari (Fundamental analysts)** istražuju fundamentalne informacije o kompanijama, kao napr. informacije o prinosima, dividendama, leveridžu, itd., a sve u cilju predviđanja budućih prinosa i realne vrednosti hartija. Smatraju da na tržištu egzistira polučvrst oblik efikasnosti tržišta.

- **Insajder dileri (Insider dealers)** pokušavaju da dobiju informacije koje još nisu zvanično publikovane (insajder informacije), kako bi ostvarili nadprosečan prinos do momenta objavljivanja ovih informacija. Zalažu se za čvrst oblik efikasnosti tržišta. Od 1980.godine ova vrsta eksperata je nezakonita u Velikoj Britaniji.

Svi ovi eksperti trguju na finansijskim tržištima sa pretpostavkom da su ona neefikasna. Međutim, postoji ogroman broj dokaza koji ukazuju da su ova tržišta efikasna na nivou polučvrstog oblika. Ironija ove situacije je u tome da aktivnosti ovih eksperata dovode do efikasnosti tržišta. Kad bi oni prestali sa svojim aktivnostima, finansijska tržišta bi postala neefikasna. Paradoks je u tome da ljudi čije su aktivnosti zasnovane na premisi da je tržište neefikasno, ustvari doprinose njegovoj efikasnosti.

Hipoteze o efikasnim tržištima nisu nešto što je isključivo akademski interes. Naprotiv, hipoteze imaju značajne implikacije na ponašanje učesnika na finansijskim tržištima. U tom smislu, važno je identifikovati značajne implikacije koje proizilaze iz ovih hipoteza. Najznačajnije su sledeće:<sup>199</sup>

- *ne postoji optimalno vreme za emitovanje novih hartija.* Na neefikasnim tržištima cene hartija će ponekad biti na nivou koji ne odražava realnu vrednost ovih hartija. U tom slučaju kompanije će emitovati nove hartije u slučaju kada je tržišna cena hartija oko ili iznad realne tržišne vrednosti. Ukoliko kompanija emituje nove hartije u situaciji kada su cene njenih hartija podcenjene doći će do povećanja kapitala kompanije, ali manje nego da je emisija izvršena u vreme kada su cene njenih hartija približno jednake realnim cenama. Međutim, u slučaju postojanja efikasnog tržišta ovaj argument je pogrešan, zato što cene uvek reflektuju realnu vrednost hartije;

- *ne kupovati kompanije, čija je vrednost pri vrednovanju podcenjena.* Neka kompanija će ponekad pokušati da preuzme drugu ako smatra da je vrednost te druge kompanije podcenjena. Međutim, na efikasnim tržištima ovakve situacije se ne mogu javiti, već jedino ako postoje drugi razlozi za preuzimanje treba slediti ovu politiku;

- *treba tržišnu cenu prihvatiti kao realnu.* Menadžeri koji preduzimaju transakcije na tržištima, koje se odnose na devize ili finansijske instrumente sa fiksnim prinosom u vidu kamate, ne treba da rade na pretpostavci da će bolje rezultate ostvariti ako trguju na bazi procenjenih kretanja deviznih kurseva i kamatnih stopa, a ne na bazi tržišnih. Raditi

---

<sup>198</sup> Honeygold, D., International Financial Markets, Woodhead-Faulkner, Chambridge, England, 1989., str.126

<sup>199</sup> Đurović-Todorvić Jadranka, Efikasnost finansijskih tržišta, op.cit. str.188

tako nešto na efikasnim tržištima je u najmanju ruku bespredmetno, a u najgorem slučaju je potpuno kontraproduktivno;

- *ne možete prevariti učesnike na finansijskim tržištima putem emitovanja "jeftinih" hartija.* Poslednjih godina na finansijskim tržištima su uvedene mnoge nove vrste hartija od vrednosti, koje su rezultat kombinovanja karakteristika različitih tipova hartija. Međutim, na efikasnom tržištu ovakve konvertibilne hartije vrednuju se na osnovu toga šta one predstavljaju, tj. kao kombinacija akcija i obveznica. Zato će se ove hartije prodavati po nižoj nominalnoj kamatnoj stopi u odnosu na klasičan zajmovni kapital iz prostog razloga jer ta nova hartija nije klasična obveznica;

- *ne možete prevariti učesnike na finansijskom tržištu ukupnjavanjem ili usitnjavanjem hartija.* Uobičajena praksa firmi je da usitnjavaju akcije radi isplate dividende u akcijama. Na efikasnim tržištima ovakva mera neće imati uticaja na *cash flow* firme ili vlasnika akcija, jedino će doći do smanjenja cene pojedinačne akcije;

- *ne možete prevariti učesnike na finansijskom tržištu izmenama u načinu vođenja računovodstva.* Logično je da firme tokom vremena menjaju način vođenja knjigovodstva. Nekad je to rezultat zakonskih promena a nekad se to radi u cilju obmanjivanja investitora da veruju da kompanija radi bolje nego što je to stvarno (npr. promenom računovodstvene prakse može se izvesti da zarade izgledaju veće). Međutim, na efikasnim tržištima ove promene se odmah prepoznaju, tako da uticaj ovih promena neće dovesti do promene cene hartija konkretne firme;

- *treba slediti pasivnu investicionu strategiju.* S obzirom da EMH omogućava najbolje vrednovanje hartija u datom momentu, to znači da investitori ne treba da gube vreme u pokušaju identifikacije podcenjenih hartija, koje u uslovima efikasnih tržišta ne egzistiraju. Prema tome, vođenje aktivne investicione strategije, koja uključuje česte promene u strukturi portfolia, neće rezultirati u značajnom porastu prinosa, već će se najčešće reflektovati u pojavi nepotrebnih transakcionih troškova. Stoga, investitori treba da slede strategiju "kupi i čuvaj", koja znači kupovinu diverzifikovanog portfolia i njegovo držanje, a ne strategiju "kupi-čuvaj-prodaj".

Pored pristalica, hipoteze o efikasnim tržištima imaju i svoje kritičare. Neki od njih zaista ne razumeju šta ove hipoteze znače, dok drugi pokušavaju da ih miniraju. Ranije se smatralo da efikasnost finansijskih tržišta znači da tržište može da omogući preciznu prognozu budućih cena, međutim, sa pojavom hipoteza uvidelo se da to nije tako. U skladu sa hipotezama efikasnost podrazumeva da se pri određivanju cena hartija uzima u obzir neizvesna budućnost, a ne budućnost koja može da se predvidi sa sigurnošću.<sup>200</sup> Slično tome, efikasnost ne podrazumeva nedostatak logike ili racionalnosti pri određivanju cena hartija. Naprotiv, baš zbog toga kretanja cena su slučajna.

Drugi zaključak, koji je netačno interpretiran iz ovih hipoteza je stav da eksperti za investiranje u hartije od vrednosti ne obavljaju korisne funkcije i da su neefikasni u svom poslu. U praksi je tačan suprotan stav od napred navedenog. Naime, kao što je već rečeno ovi eksperti doprinose postojanju i povećanju efikasnosti finansijskih tržišta, jer oni omogućavaju da finansijski resursi budu alocirani tamo gde su najkorisniji.

Efikasnost ne podrazumeva da nadprosečni rizik nikad neće doneti nadprosečni prinos. Ako bi se to desilo bilo bi lako pobiti hipoteze. Naprotiv, suština efikasnosti je u tome da je nemoguće stalno da imamo situaciju da nadprosečni rizik uvek donosi nadprosečni prinos, međutim, povremeno da. Npr. ako se desi da neki investitor poseduje neku hartiju u momentu kada se objave povoljne informacije o emitentu, onda će taj investitor ostvariti nadprosečan prinos. Analogno tome, ako investitor poseduje hartije u momentu kada su objavljene loše vesti, onda će on ostvariti prinos ispod proseka. Hipoteze o efikasnim tržištima, upravo i tvrde da na efikasnom tržištu nadprosečni prinos ili prinos

---

<sup>200</sup> International Capital Markets, Developments and Prospects, IMF, Washington, 1991., str.7

ispod proseka za dati nivo rizika jedino mogu biti ostvareni slučajno, zahvaljujući sreći a nikako znanju, tj. veštini.

Prema tome, koncept efikasnosti zahteva da se prihvati značaj hipoteza o efikasnim tržištima za ponašanje učesnika na finansijskim tržištima, kao i potreba da se učesnici čvrsto pridržavaju svih pravila koja proističu iz hipoteza.

### 3.1.3. Osnovni pokazatelji statičke efikasnosti finansijskog tržišta

Osnovni indikatori efikasnog sekundarnog tržišta su:<sup>201</sup>

- visok stepen transparentnosti,
- raznovrsnost rokova dospeća emitentata,
- mala razlika u ceni,
- visoka i kontinuirana likvidnost i
- visok nivo adaptibilnosti u odnosu na inovacije.

Kao dodatak ovim faktorima treba navesti i odsustvo političke intervencije, jer tržište na kome su ponuda, tražnja i cene pod snažnom regulativom ne može se nazvati efikasnim tržištem. Međutim, to ne znači da tržište treba da bude potpuno deregulisano. Naprotiv, minimalni set regulacije prava je garancija njegove slobode i dobre finansijske strukture.

Od napred navedenih indikatora prva četiri su pokazatelji statičke efikasnosti sekundarnog tržišta, dok je peti indikator pokazatelj dinamičke efikasnosti sekundarnog finansijskog tržišta.

*Visok nivo transparentnosti (a high degree of transparency)* značajan je indikator statičke efikasnosti sekundarnog tržišta. Bitan aspekt finansijske infrastrukture ključnog značaja za funkcionisanje tržišta je način na koji je organizovana trgovina na njemu, kao i način prenošenja, tj. dostavljanja informacija. Ovi faktori zajedno čine transparentnost tržišta. Zahvaljujući trendu decentralizacije trgovine sa berzi na OTC tržišta, kao rezultata uvođenja nove informacione tehnologije, ustanovljena je transparentnost tržišta, koja je bila praćena striktnim zahtevima vezanim za izveštavanje. Drugi aspekt transparentnosti vezan je za praksu listinga, odnosno za broj hartija koje se nalaze na listingu konkretne berze. Radi ilustracije pomenućemo broj hartija koje se kotiraju na najvećim berzama u svetu. Npr. na listinu Nemačke berze nalazi se 12.679 obveznica i 1.204 akcija, na Njujorškoj berzi 2.727 obveznica i 1.774 akcija, na Tokijskoj berzi 2.546 obveznica i 1.752 akcije i na Londonskoj berzi na listingu se nalazi 4.606 obveznica i 2.559 akcija, dok se na listingu OTC tržišta pri Njujorškoj berzi nalazi 30-40.000 raznih hartija od vrednosti. Sredinom 90-ih godina XX veka postojali su razni obrasci za listing i oni su se razlikovali od zemlje do zemlje, počev od onih kod kojih se 100% svih emisija nalaze na listingu, pa do onih gde se samo deo emisija nalazi na listingu. Npr. na američkom tržištu državnih obveznica, kao najvećem takvom tržištu na svetu, kotiraju se obveznice svih vrsta i rokova dospeća, dok se npr. na Tokijskoj berzi na listingu nalaze samo obveznice sa rokom dospeća od 10 i 20 godina. Međutim, i za jedno i za drugo tržište je karakteristično da se na zvaničnom listingu berze nalazi samo jedan delić od ukupnog broja emitovanih obveznica u tim zemljama. Postojanje specijalizovanih brokera, koji dovode u kontakt, tj. spajaju ponudu i tražnju za pojedinim vrstama hartija, kao i redovno i uredno obaveštavanje o cenama ovih instrumenata putem ekrana obezbeđuju tržišnu transparentnost.

---

<sup>201</sup> Lars Oxelheim, Financial Markets in Transition - Globalization, Investment and Economic Growth, op. cit. str. 308-309

*Raznovrsnost rokova dospeća i emitentata (a multiplicity of maturities and issuers)* je drugi značajan indikator efikasnog sekundarnog tržišta. Što je na nekom tržištu bogatija i raznovrsnija ponuda hartija od vrednosti, kako po vrstama, tako i prema rokovima dospeća i emitentima, utoliko je to tržište privlačnije za investitore, jer može da zadovolji gotovo sve njihove želje, pa je u toj meri takvo tržište i efikasnije.

*Mala razlika u ceni (low spread)* je treći pokazatelj efikasnosti sekundarnog tržišta. Postojanje značajnijih razlika između najviše kupovne i najniže prodajne cene u ovom kontekstu reflektuje neefikasnost finansijskog tržišta, a odraz je konkurentnskog pritiska na tržištu. Ova razlika u ceni varira u zavisnosti od roka dospeća konkretne hartije, vrste hartije kojom se trguje i veličine, odnosno obima konkretne transakcije. Ima smisla ovu razliku upoređivati sa razlikom koja se ostvaruje na drugim tržištima ako se posmatraju slične emisije ili ako se koristi neka forma prosečne razlike u ceni. Ukoliko ovaj *spread* pokazuje niske vrednosti onda je on reprezent troškovno efikasnog i konkurentnog tržišta. Kada je reč o obveznicama, postoji još jedan način merenja ovog *spread-a*, a to je upotreba Morganovog indeksa državnih obveznica (The Morgan Government Bond Index).

Tabela 12: Morganov indeks državnih obveznica

Naziv zemlje	Decembar 1993.godine		
	<i>Benchmark</i>	<i>Active</i>	<i>Traded</i>
Australija	0,141	0,136	0,130
Belgija	0,100	0,145	0,154
Kanada	0,099	0,100	0,112
Danska	0,100	0,100	0,100
Francuska	0,098	0,100	0,098
Nemačka	0,060	0,062	0,065
Italija	0,025	0,081	0,149
Japan	0,065	0,062	0,130
Holandija	0,122	0,103	0,106
Španija	0,100	0,100	0,100
Švedska	0,102	0,137	0,137
Velika Britanija	0,087	0,084	0,087
SAD	0,027	0,028	0,058

Izvor: Zasnovano na podacima iz J.P. Morgan Securities

Ovim indeksom dnevno se obračunava *spread* za tri različita sektora po likvidnosti. Najveći od ova tri sektora nazvan je trgovački sektor (Traded), koga karakteriše najniži stepen likvidnosti u odnosu na ostala dva sektora, koji u sebi sadrži aktivan sektor (Active), koji je manji od prethodnog, ali je znatno likvidniji. Treći i najlikvidniji sektor nalazi se u okviru aktivnog sektora i poznat je pod nazivom benčmark (Benchmark). U tom smislu obveznice koje su uključene u izračunavanje *spread-a* benčmarka, istovremeno su uključene u proračun *spread-a* aktivnog sektora. Shodno tome, obveznice koje su uključene u obračun *spread-a* aktivnog sektora uključene su u izračunavanje *spread-a* trgovačkog sektora. Koliki je ovaj *spread* po pojedinim zemljama najbolje se vidi iz tabele 12.

**Visoka i kontinuirana likvidnost (high and continuous liquidity)** je četvrti i možda najznačajniji indikator statičke efikasnosti sekundarnog finansijskog tržišta. Ovaj indikator izražava se preko odnosa između ukupnog prometa i vrednosti portfelja hartija od vrednosti. Stabilna likvidnost pokazuje da je reč o kontinuiranom tržištu, koje funkcioniše pod raznim ekonomskim uslovima. Nažalost, serije sa ovim pokazateljima retko se publikuju i pored toga što daju značajne signale o tržištu i njegovoj osetljivosti, tj. nestabilnosti. Između ostalog, one daju signale o stepenu rizika inherentnog za konkretno tržište. Osnovne poteškoće koje se javljaju pri nalaženju adekvatnog merila likvidnosti nekog tržišta jesu problemi vezani za njegovu interpretaciju ili za njegovu upotrebu pri komparaciji tržišta ili tokom određenog vremenskog preioda. Naime, problemi su vezani za preciziranje nominatora, denominatora i njihovog dovođenja u međusobni odnos.

Prema tome, da bismo konstatovali da kod nekog tržišta postoji statička efikasnost neophodno je da je to tržište transparentno, da nudi široku lepezu finansijskih instrumenata, da je razlika između najviše kupovne i najniže prodajne cene mala i da je tržište likvidno, tj. da investitori mogu u svako doba da prodaju određenu hartiju i da kao protivrednost dobiju određenu sumu novca.

### 3.1.4. Najznačajniji pokazatelji dinamičke efikasnosti finansijskog tržišta

Za neko tržište kažemo da ima dinamičku efikasnost ukoliko brzo prihvata finansijske inovacije vezane za rizik i prinos hartija. Relativni stepen tržišne dinamičnosti izražava se vremenom koje je potrebno da se neka inovacija sprovede u život. Međutim, to se ne odnosi na sve inovacije, jer je njihov broj ogroman, već samo za one koje se odnose na hartije sa najnižim *spread-om*. S obzirom da je vreme prihvatanja različito za razne vrste inovacija na nacionalnom tržištu, stepen dinamičnosti može se izraziti kao prosek razlike u vremenu na posebnim tržištima. Ako je neko tržište uvelo inovacije na svim finansijskim instrumentima onda će ovaj prosek vremenskog zaostajanja biti jednak nuli, pa se takvo tržište može označiti kao najefikasnije u dinamičkom smislu. Međutim, ako je drugo tržište spremno da prihvati inovacije tokom vremena, tj. postepeno, onda se ono pokrenulo i biće toliko efikasno koliko brzo se inovacije infiltriraju u njega. Prema tome, koncept dinamičke efikasnosti sličan je informativnoj efikasnosti.

Merenje dinamičke efikasnosti na konkretnom tržištu može se izraziti na dva načina: kao mera procesa adaptibilnosti *per se* ili u kontekstu efikasnosti kao određeni trenutak tokom vremena. Kao mera istorijske adaptibilnosti tržišta koristi se prosečno vreme potrebno konkretnom tržištu da dostigne tržište, koje je prvo uvelo konkretan finansijski instrument u upotrebu. Međutim, slaba strana ovog pristupa je u tome što iz ovog proseka ne možemo da vidimo kada je konkretna inovacija uvedena na analizirano tržište, tako da ova mera ima veći istorijski nego praktični značaj. Druga mera dinamičnosti tržišta, koju ovde posmatramo, pokazuje za koliko vremena kasni posmatrano tržište u uvođenju konkretne inovacije u odnosu na perfektno tržište.

Ako posmatramo ova merila na tržištu obveznica, onda se u analizu uzimaju tri vrste inovacija:<sup>202</sup>

- inovacije vezane za emisiju obveznica (dužnički instrumenti, kao što su obveznice sa fluktuirajućom kamatnom stopom i obveznice sa beskamatnim kuponom);
- inovacije vezane za emisiju hibridnih instrumenata (konvertibilne obveznice i obveznice sa varantom) i
- inovacije vezane za emisiju derivativnih instrumenata (fjučersi i opcije).

---

<sup>202</sup> Oxelheim Lars, Financial Markets in Transition - Globalization, Investment and Economic Growth, op.cit. str.320



Da bi utvrdili adaptibilnost i dinamičku efikasnost tržišta neophodno je identifikovati istorijske datume, kada su se prvi put u praksi pojavili razni dužnički instrumenti. Na prvi pogled ovo je vrlo jednostavan posao, ali nije baš tako, jer ne postoje jedinstveni statovi oko uvođenja na tržište pojedinih instrumenata. Neki autori kao oficijelni datum uzimaju pojavu konkretnog instrumenta na svetskom tržištu, drugi uzimaju datum uvođenja ovog instrumenta na OTC tržište, treći uzimaju u obzir datum pojave tog instrumenta na berzi, četvrti koriste datum pojave instrumenta na evrotržište, itd. Međutim, u praksi se kao datum uvođenja neke inovacije na finansijskom tržištu uzimaju vreme prvog uvođenja instrumenta na berzu ili na OTC tržište.

Od hibridnih instrumenata najzastupljeniji su sledeći:

*Obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom (Floating rate notes - FRN)* predstavljaju takvu vrstu obveznica kod kojih je kupon izdat sa varijabilnom stopom i indeksiran je u odnosu na neku kratkoročnu kamatnu stopu, kao što su FIBOR, LIBOR, SIBOR, itd. Ova vrsta obveznice prvi put je uvedena na evrotržište maja 1970.godine, a emitovana je od strane italijanske uslužne kompanije Ente Nazionale per L'Energia Electrica.

*Obveznice sa indeksiranom kamatom (Variable rate notes - VRN)* su, takođe, obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom, čija vrednost na dan dopseća zavisi od određenog berzanskog indeksa. Prvu ovakvu obveznicu emitovala je Lloyd's bank 21. jula 1988.godine.

*Obveznice sa beskamatnim kuponima (Zero coupon bonds)* su dugoročne hartije, kod kojih nema periodičnih isplata u vidu kamate. Ove obveznice se prodaju po diskontnim cenama, tako da investitori svoj prinos realizuju tek po dospeću ovih obveznica. Prva obveznica ovakvog tipa javila se na evrotržištu juna meseca 1966. godine, a emitovana je od strane BP Tanker Company Limited. Prva javna ponuda domaćih obveznica sa beskamatnim kuponima obavljena je maja meseca 1981.godine u SAD, a emitovana je od strane J. C. Penney Company Inc.

*Džank bond obveznice (Junk Bonds)* su obveznice korporativnog tipa i uvek nude visoke kamatne stope. Emituju se na domaćem tržištu kapitala od strane preduzeća sa niskim rejtingom, tj. niskom kreditnom sposobnošću. Ovaj instrument uveden je u upotrebu 1909. godine od strane Džona Mudija (John Moody). Tržište beleži oporavak, tj. oživljavanje 1977.godine, kada je bankarska firma Drexell Burnham Lambert emitovala ovaj instrument.

*Evroobveznice (Eurobond)* prvi put su emitovane jula meseca 1963.godine od strane Autostrade, koncesionara autoputeva u Italiji. Međutim, postoje neki argumenti koji dokazuju da je Filips (Phillips) prvi put emitovao obveznice denominirane u dolarima u Holandiji tokom 1949. i 1951.godine.

*Indeksirane obveznice (Index-Linked bonds)* su takve obveznice kod kojih su glavica i kamata vezane za kretanje cena na malo, stope inflacije, cene akcija, cene zlata, itd. Prva emisija obveznica vezanih za kretanje cene roba javila se 1961.godine. Prva emisija obveznica vezanih za cenu srebra obavljena je aprila meseca 1980.godine od strane Sunshine Mining Co., dok se prva emisija ovih obveznica vezanih za cenu zlata javlja februara meseca 1981.godine od strane Refinement-a.

*Konvertibilne obveznice (Convertible bonds)* su korporativne obveznice koje daju pravo investitoru, ali ne i obavezu, da zameni obveznicu u drugu hartiju, najčešće akciju, po ceni fiksiranoj pri emisiji. Neki tragovi konvertibilnih hartija vode nas u 18-ti vek. Međutim, prva Evro konvertibilna obveznica pojavila se na tržište krajem 1963. godine, a emitovana je od strane međunarodnog sindikata koga su činili: Canon Cameras, Takeda Chemiel i Teijin.

*Obveznice sa varantom (Equity warrant bond)* su klasične obveznice sa fiksnom kamatnom stopom, koje osim kupona imaju i varant, koji vlasniku obveznice daje pravo da

proda ili kupi na određeni budući datum i pod unapred određenim uslovima druge obveznice, akcije, devize ili realna dobra. Juna meseca 1964.godine Instituto per la Ricostruzione Industriale emitovao je prvu Evroobveznicu sa varantom. Trgovina varantima počela se prvi put obavljati na Njujorškoj berzi 13. aprila 1970.godine.

*Kamatni fjučers (Interest rate future)* prvi put je uveden oktobra 1975.godine, međutim, obilnija upotreba ovog instrumenta otpočela je januara 1976.godine, kada je emitovana ova vrsta fjučers ugovora od strane Međunarodnog monetarnog tržišta (International Monetary Market - IMM), koje je sastavni deo Čikaške robne berze.

*Kamatne opcije (Interest rate options)* prvi put se javljaju 1980.godine na Evropskoj berzi opcija u Amsterdamu i bile su zasnovane na holandskim gilder obveznicama.

*Kamatni svop (Interest rate swap)* uključuje razmenu obaveza zasnovanih na dvema različitim kamatnim stopama. Prvi kamatni svop nastao je 1981.godine između Citibank i Continental Illinois.

*Valutni fjučers (Currency futures)* nastao je maja 1972.godine, kada je prvi put uveden na Čikaškoj robnoj berzi kao alternativa forvard ugovorima.

*Valutne opcije (Foreign currency options)* obuhvataju opcije na stranu valutu i opcije na fjučerse. Prva opcija na stranu valutu javlja se 1978.godine na berzi u Amsterdamu, dok se opcijama na fjučerse počelo trgovati na Filadelfijskoj berzi od 1982.godine. OTC tržište za valutne opcije je segment deviznog tržišta sa najbržom stopom rasta.

*Valutni svop (Currency swap)* znači razmenu jedne valute za drugu valutu. Početak upotrebe ovog instrumenta vezuje se svop nastao između Bos Kalis Westminister, holandske kompanije, i ICI Finance, britanske kompanije, 1976.godine. Međutim, sa masovnom primenom valutnih svopova otpočelo se avgusta 1981.godine, kada se javlja valutni svop između IBM i Svetske banke.

*Sporazum o budućim kamatnim stopama (Forward rate agreements - FRA)* je poseban oblik sporazuma o kamatnim stopama. Prvi put je uveden na tržište Velike Britanije krajem 1983.godine.

Prema tome, razvoj savremenih tržišta, koja se odlikuju visokim nivoom efikasnosti, direktno je proporcionalan pojavi novih hibridnih instrumenata, koji se javljaju u cilju zadovoljenja što većeg broja želja investitora, odnosno u cilju privlačenja svakog centa slobodnih neiskorišćenih fondova investitora.

### ***3.2. Berzanska trgovina kao indikator razvijenosti finansijskih tržišta***

Pod pojmom berza podrazumeva se stalno mesto trgovanja prema strogo doređenim pravilima i uzansama. Roba kojom se trguje nije stvarno prisutna, ali zato mora biti standardizovana i jasno određiva. Pod pojmom berza može se podrazumevati i sama zgrada u kojoj je berza, zatim i sam berzanski sastanak, skup berzanskih poslova, a često se pod tim misli uopšte i na ljude i ustanove koji se bave berzanskim poslovanjem. No u suštini, berza je institucija organizovanog savremenog tržišta - organizovani prostor na kome se obavlja kupovina i prodaja određene vrste robe. Samo ime berza ima više tumačenja: neki smatraju da potiče od francuske reči "bourse", koja je označavala mesto gde su se sastajali trgovci još početkom XV veka, neki od italijanske reči "borsa", što znači kesa ili novčanik, drugi smatraju da ovaj termin vodi poreklo od grčke reči "byrsa", što znači oderanu kožu, a neki misle da naziv vodi poreklo od imena bogate porodice Van der Burse iz Briža, ispred čije kuće se u srednjem veku nalazila jedna od prvih berzi. Prema

tome, prvi tragovi organizovanih berzi javljaju se u XV veku. Međutim, moderne berze kakve danas poznajemo počinju svoj razvoj krajem XVIII veka.

Berza efekata predstavlja u institucionalnom i organizacionom smislu reči organizovan prostor, stroga pravila poslovanja, precizna pravila ponašanja učesnika i druge opšte elemente i karakteristike tržišnog privređivanja.<sup>203</sup> Osnovne karakteristike berzi efekata su sledeće:

- berzanski poslovi obavljaju se posredstvom predstavnika i posrednika, ili neposredno među članovima berze;
- članovi berze mogu biti samo registrovani berzanski trgovci ili berzanski posrednici;
- na berzi se radi po određenim, unapred utvrđenim pravilima;
- berzanski poslovi podležu kontroli berzanskih organa i uprave, kao i nadzoru države i njenih organa;
- poslovi su organizovani na najbrži mogući način putem uvođenja elektronskih sistema.

Bez obzira na tip i organizacionu formu, sve berze efekata imaju sledeće organe:

- *organe rukovođenja ili poslovodne organe* u čijoj nadležnosti se nalazi: donošenje pravilnika o radu berze, rukovođenje i upravljanje berzanskim poslovima, odobravanje berzanskih poseta, donošenje berzanskih uslova poslovanja, kontrola i nadzor nad radom berze i radnom disciplinom, vođenje disciplinskih postupaka. Poslovodni organ čine: predstavnici banaka i drugih članova berze, zvaničnih i nezvaničnih maklera, emitenata efekata, investicionih fondova i drugih institucionalnih investitora,

- *komisija za registraciju efekata*, u čijoj nadležnosti se nalaze poslovi registracije i davanja saglasnosti da se određena emisija efekata može kotirati, odnosno prodavati na berzi efekata. Ovu komisiju sačinjavaju: predstavnici banaka, članovi berze i predstavnici firmi, koji po svom pozivu nisu učesnici na berzi efekata,

- *komore, odnosno udruženja berzanskih maklera*, koje vrše kontrolu i nadzor nad radom berzanskih trgovaca, kontrolišu berzanski kurs, izdaju kursne liste kotirajućih efekata, vrše raspodelu nadležnosti,

- *berzanska arbitraža i sud časti*, koji stupaju na scenu ako dođe do sukoba između učesnika na berzi.

Među berzama efekata postoje određene razlike sa spektra organizacione forme, koje se odnose pre svega na:

- formu i način osnivanja,
- sticanje statusa člana berze,
- načinu upravljanja i kontrole,
- ulogu države i centralne banke i
- načina poslovanja.

U skladu sa napred navedenim razlikama iskristalisala su se tri osnovna tipa berzi efekata.

U **Anglosaksonskom sistemu** berze su samostalna udruženja njihovih članova, koja su nezavisna od države u svom upravljanju. Država zadržava pravo stroge kontrole njihovog poslovanja u cilju obezbeđenja poštene i sređene trgovine. Na takvim berzama članovi berze su istovremeno i učesnici u kotacijama, bilo kao trgovci, bilo kao posrednici. Nečlanovi nemaju pravo učešća, ali mogu da trguju berzanskim materijalom dajući naloge članovima berze, kao svojim predstavnicima. Tipični predstavnici ovog tipa berze su Londonska i Njujorška berza.

U **Romanskom sistemu** berze su državne ustanove, odnosno službe koje nemaju stojstvo pravnog lica. Nazivaju se još i nesamostalne berze, jer se nalaze pod potpunom

---

<sup>203</sup> Života Ristića, Tržište kapitala -Teorija i praksa, op. cit., str. 184

upravom i kontrolom države. Smatraju se javnim tržištima, jer na njima imaju slobodan pristup sva lica. Ove berze nemaju članove, već imaju berzanske posrednike, koje postavljaju i smenjuju nadležni državni organi. Državni službenici imaju isključivo pravo posredovanja u trgovini berzanskim materijalom, te se svako neovlašćeno bavljenje njihovim poslom smatra krivičnim delom. Berzanski posrednici su profesionalci koji ne smeju da vrše berzanske poslove za svoj račun, niti da se bave bilo kojim drugim zanimanjem. Samim tim oni su jedini neposredni učesnici sastanaka. Posetioci mogu na njima da učestvuju samo preko posrednika dajući im svoje kupovne ili prodajne naloga. Predstavnici romanskog sistema berze su berze efekata u Francuskoj i Italiji.

U *Germanskom sistemu* berze imaju status akcionarskog društva ili udruženja članova u svojstvu pravnog lica. Berze ovog tipa osniva država, koja organizuje kontrolu, upravljanje i rukovođenje berzom, zbog čega se još i nazivaju polusamostalne berze. Predstavljaju mešavinu Anglosaksonskog i Romanskog sistema berzi. Članovi ovih berzi mogu biti samo banke i druge finansijske organizacije, koje vrše prijem novih članova, čiji broj nije ograničen. Pravi se razlika između posetilaca, članova i posrednika - maklera. Pravo učešća na sastancima imaju samo članovi i posrednici, ali ne i posetioci. Članovi učestvuju na sastancima preko svojih zastupnika. Predstavnici ovog tipa berze su berze u Nemačkoj, Švajcarskoj i Austriji.

U zavisnosti od toga koja vrsta poslova prevladava u ukupnim poslovima i ima dominantni karakter, razlikujemo:

- **promptne berze** - imaju za predmet trgovanja promptne berzanske poslove, u kojima se obaveze iz posla izvršavaju neposredno posle zaključenja posla i
- **terminske berze** - imaju za predmet trgovanja terminske berzanske poslove, u kojima se obaveze između kupaca i prodavaca izvršavaju u nekom unapred utvrđenom kasnijem roku, ili unutar nekog budućeg vremenskog perioda koji je fiksiran krajnjim rokom dospeća.

Sa stanovišta tehnologije i načina rada, kao i sa aspekta tehnološke opremljenosti, sve berze efekata dele se na:

- **klasične berze**, koje se zasnivaju na postojanju službenog berzanskog prostora (ring, pit, parket), pri čemu se trgovanje vrši metodom aukcije i izvikivanja, i
- **elektronske berze**, koje su u potpunosti kompjuterizovane. Prilikom obavljanja berzanskih transakcija nema uzvikivanja, već se radi u tišini.

*Njujorška berza (The New York Stock Exchange)* osnovana je 1817.godine. Osnivanje ove berze donelo je brojne prednosti, od kojih treba pomenuti sledeće: došlo je do smanjenja troškova trgovanja, za obavljanje poslova postojala su strogo propisana pravila i zahvaljujući članarini, koju su plaćali članovi, berza je stvorila sopstvenu fizičku aktivu (zgrade i razna oprema i uređaji). Međutim, sa stanovišta široke javnosti, osnovni nedostatak berze sastojao se u tome što je naknada koja se plaćala brokerima za usluge bila fiksirana, tj. utvrđena pravilnikom berze, odnosno nije bila rezultat konkurencije. Međutim, u savremenim uslovima ova provizija se utvrđuje na bazi dogovora između investitora i brokera.

Danas Njujorška berza ima 1.336 člana. Broj članova se nije menjao od 1953.godine uprkos enormnom porastu obima trgovine. Članovi Berze imaju privilegije pri trgovini, jer poseduju njene akcije. Za uzvrat periodično moraju da plaćaju određenu članarinu (aprila 1987.godine ova članarina iznosila je milion dolara). Broj članova berze ne može se menjati, ali se njihova struktura može modifikovati, tako što postojeći članovi mogu da prodaju svoje akcije i da svoja mesta ustupe novim članovima.

Na Njujorškoj berzi izdiferencirale su se četiri glavne grupe članova Berze. To su:

- *berzanski brokeri* (Floor brokers) koji izvršavaju naloge klijenata za utvrđenu proviziju;

- *berzanski trgovci* (Floor traders) su dileri koji rade u svoje ime i za svoj račun. Nastoje da iskoriste kratkoročne - dnevne fluktuacije u ponudi i tražnji za određenim instrumentima, i da na toj osnovi ostvare zaradu;
- *specijalisti* (Specialists) imaju karakteristike i dilera i brokera. Njihova primarna funkcija je očuvanje stabilnosti berze. U tom smislu moraju u svakom momentu biti spremni da kupe ili prodaju hartije za koje su specijalizovani, čak i u slučaju veoma velikih kolebanja u ponudi i tražnji;
- *članovi van ringa* (Off-floor member), za razliku od prethodne tri kategorije članova nemaju značajnu aktivnost na ringu berze. Najčešće obavljanje svojih transakcija poveravaju berzanskim brokerima, dok se u izuzetnim slučajevima oni mogu direktno javiti na samom ringu berze.

Da bi neka hartija mogla da se nađe na listingu Njujorške berze, emitent te hartije mora da ispuni vrlo rigorozne uslove:<sup>204</sup>

- emitent mora da poseduje emitovane akcije u najmanjem iznosu od milion dolara, odnosno da njihova tržišna vrednost mora biti najmanje 16 miliona dolara i da ima najmanje 2.000 akcionara koji će u posedu imati 100 ili više akcija;
- emitent mora da dokaže da je u prethodnoj godini ostvario profit pre oporezivanja u iznosu od 2,5 miliona dolara, a u odnosu na ovu za prethodne dve godine po 2 miliona dolara;
- emitent mora da prihvati standarde izveštavanja berze, uključujući i publikovanje svog profita svakog kvartala;
- emitenti moraju da vode registar akcija.

Njujorška berza okuplja više od 2.500 kompanija čije hartije se nalaze na listingu, sa oko 51-nim milionom individualnih investitora i 2.000 institucionalnih investitora, koji se javljaju u ulozi kupaca i prodavaca ovih hartija. Na parketu NYSE trguje oko 430 firmi - učesnika u trgovini.

Firme koje ne ispunjavaju ove uslove mogu svoje akcije kotirati na Američkoj berzi (the American Stock Exchange) ili na nekoj od regionalnih berzi, kao što su berze u Bostonu, Čikagu, Filadelfiji, ili na OTC tržištu. S obzirom da regionalne berze imaju blaže zahteve za listing, na njima se obično kotiraju akcije manjih kompanija.

Tabela 13: Godišnji obim trgovine u akcijama (u bilionima akcija)

Naziv berze	1980.	1985.	1990.	1992.
Njujorška berza	12,4	30,2	43,8	53,3
Ameriška berza	1,7	2,1	3,1	3,6
Srednjezapadna berza	0,6	2,3	2,5	3,0
Pacifička berza	0,4	1,4	1,7	2,1
Ostale regionalne berze	0,4	1,1	2,2	3,5
Sve berze zajedno	15,5	37,0	53,3	65,6
NASDAQ	6,7	20,7	33,4	48,5
Ukupno	22,2	57,7	86,7	113,0

Izvor: 1994 - Statistički apstrakt Sjedinjenih Država, tabela 812

<sup>204</sup> Hendrik S. Houthakker, Peter J. Williamson, The Economics of Financial Markets, Oxford University Press, Oxford, 1996., str. 113-114

Sa tržišnom kapitalizacijom (broj akcija kojima se trguje pomnožen tržišnom vrednošću same akcije) od 2,86 biliona dolara i 60. 3 milijarde akcija u prometu NASDAQ predstavlja najveće svetsko tržište akcija. Sa rastom tržišne kapitalizacije od 712% u periodu između 1990. i 1998.godine, takođe je tržište sa najbržim rastom, koje se uvećava četiri puta brže od bilo kog vodećeg ne-američkog tržišta. Nasdaq je internetom povezan sa 350.000 terminala širom sveta u 67 zemalja, preko kojih se trguje hartijama od vrednosti 5.000 kompanija, koje su na listingu. Septembra meseca tržišna kapitalizacija Nasdaq-a iznosila je 3,33 biliona dolara.<sup>205</sup> Obim poslovanja Njujorške i drugih američkih berzi najbolje se može sagledati iz tabela 13 i 14.

Tabela 14: Godišnji promet akcija (u bilionima dolara)

Naziv berze	1980.	1985.	1990.	1992.
Njujorška berza	398	1.023	1.390	1.757
Američka berza	35	26	36	42
Srednjezapadna berza	21	79	74	87
Pacifička berza	11	37	45	58
Ostale regionalne berze	11	35	84	89
Sve berze zajedno	476	1.200	1.612	2.033
NASDAQ	69	234	452	1.350
Ukupno	545	1.434	2.064	3.383

Izvor: 1994 - Statistički apstrakt Sjedinjenih Država, tabela 816

U poslednjoj deceniji promet na Njujorškoj berzi je višestruko povećan. Tokom 1996.godine ostvaren je promet od 104, 636 milijardi akcija. U 1997.godini promet je povećan na 133, 312 milijardi akcija, u 1998.godini promet je iznosio 169,744 milijardi akcija, 1999.godine realizovano je 203,914 milijardi akcija, da bi se ovaj broj u 2000.godini popeo na 262,477 milijardi akcija.<sup>206</sup> Tokom 2000.godine prosečna cena akcija iznosila je oko 42 \$, tako da je ostvaren promet od oko 11.024 biliona dolara.

U poslednje vreme sve prisutnija pojava u raspravama u okviru Njujorške berze je problem demutualizacije, tj. finansijskog upravljanja berzama. Naime, razmatra se mogućnost javne prodaje akcija. Time bi se izmenila legalna struktura berze - sa statusa vlasništva članova prešlo bi se na akcionarsko vlasništvo, uz usvajanje profitne orijentacije. Cilj izmene je da se poveća konkurentnost berze, a sve u cilju prikupljanja neophodnog kapitala za nove tehnologije. Na seminaru organizovanog od strane Međunarodne federacije berzi (FIBV), održanom 6-og i 7-og decembra 1999.godine u Parizu raspravljalo se, prevashodno, o jasno izraženom trendu demutualizacije berzi. Iznet je podatak da je do tada 14 članova FIBV-a već demutualizovano, da je 15 donelo odluku da to uradi, da 15 drugih članova razmatra projekat, dok njih 10 za sada ne razmatraju takvu mogućnost.

Na seminaru je ukazano da sve berze ostvaruju profit, nezavisno od pravne strukture. Većina njih reinvestira profit interno, dok samo nekoliko isplaćuju dividende. Pored toga, ukazano je da je tokom 1999. godine ukupna neto imovina berzi uglavnom bila koncentrisana u Evropi i regionu Azija-Pacifik. Analizom podataka ustanovljeno je da je većina prihoda beležila porast, naročito u Evropi, dok su provizije za listing najviše u

<sup>205</sup> Nasdaq-Amex City News, 28 September, 1999.

<sup>206</sup> <http://www.nyse.com>

SAD-u, usled velikog broja kompanija koje su stavljane na listing. U ostalim delovima sveta, procentualno učešće provizije u prihodima, ostalo je nepromenjeno. Nasuprot tome, prihodi od trgovanja su dramatično rasli - manje u Severnoj Americi, nego na ostalim berzama, verovatno kao posledica automatskih trgovinskih sistema i elektornskih kompjuterskih mreža. Značajni prihodi berze su ostvarile na osnovu usluga informacione tehnologije, kao i provizije od usluga kliringa i saldiranja.

Tabela 15: Pravna struktura berzi u 1999.godini

Region	Profitne	Neprofitne
Severna Amerika	25,0%	75,0%
Južna Amerika	20,0%	80,0%
Evropa	62,5%	37,5%
Azija-Pacifik	30,8%	69,2%
Prosek FIBV-a	34,6%	65,4%

Izvor: Financial Management of Exchanges, Paris, 1999.

Tabela 16: Struktura prihoda na svetskim berzama u (%)

Region	Vrsta prihoda			
	Listing	Trgovanje	Usluge	Ostalo
Severna Amerika	32,1	39,7	22,6	5,7
Južna Amerika	21,8	51,4	20,1	6,8
Evropa	19,3	45,1	24,4	11,2
Azija-Pacifik	16,5	35,1	33,3	15,1

Izvor: Financial Management of Exchange, Paris, 1999.

Tabela 17: Struktura troškova (rashoda) na svetskim berzama u (%)

Region	Vrsta rashoda - troškova					
	Zaposleni	P.prostor	Inf.sistemi	Adminis.	Amortiz.	Ostalo
S. Amerika	33,9	22,1	23,2	7,3	9,1	4,3
J. Amerika	19,7	38,6	9,4	22,4	7,6	2,2
Evropa	28,5	18,2	26,6	9,0	9,9	7,9
Azija-pacif.	27,7	11,0	21,3	18,7	9,3	10,1

Izvor: Financial Management of Exchange, Paris, 1999.

Iz prethodne tabele jasno se vidi da su troškovi zaposlenih prilično visoki u Americi i Evropi, dok troškovi informacione tehnologije čine približno isto procentualno učešće u celom svetu, sa izuzetkom Severne Amerike.

Na berzama se prevashodno trguje akcijama i to na specijalnim mestima, tj. na ringu ili parketu. Za tržište obveznica karakteristično je da se sastoji iz nekoliko segmenata, kao što su tržišta na kojima se trguje državnim obveznicama, tržišta na kojima se trguje municipalnim obveznicama i tržišta na kojima se trguje korporativnim obveznicama. Na nijednom od njih nema centralnog mesta za trgovanje, niti na njima posluju specijalisti. Trgovina se obično obavlja uz upotrebu teleksa i telefona. Devizno

tržište, kao i tržište obveznica, ostvaruje ogroman promet, ali ni ono nema centralno mesto za trgovanje, niti specijaliste.

Broj akcionara u SAD-u drastično je porastao u protekle dve decenije. Osnovni faktori koji su doveli do ovoga su niske kamatne stope i uspon tržišta u dužem vremenskom periodu. Prema studiji Securities Industry Association (SIA), broj vlasnika akcija u SAD-u dostigao je 78,7 miliona početkom 1999.godine i predstavlja rast od 14% u odnosu na 1995.godinu. Više od 48% američkih domaćinstava poseduje akcije korporacija direktno ili indirektno, što je mnogo više u odnosu na 19% iz 1983.godine. Vlasnici akcija imaju u proseku 50.000 dolara investiranih u četiri hartije od vrednosti.<sup>207</sup>

**Londonska berza (The International Stock Exchange in London)** konstituisana je 1802.godine u cilju olakšanja i ubrzanja trgovine akcijama i u cilju smanjenja rizika. Narednih 100 godina beleži se ekspanzija raznih preduzeća, čijim akcijama se trguje na berzi, uključujući, prevashodno, industrijski rizični kapital i železnicu. Osnovni učesnici na Londonskoj berzi bili su brokeri (Brokers) i džoberi (Jobbers), koji su imali sasvim odvojene funkcije. Džoberi su radili kao dileri i ostvarivali su profit iz razlike kupovne i prodajne cene akcija sa kojima su trgovali, dok su brokeri radili u ime i za račun svojih klijenata, za šta su dobijali fiksnu proviziju. Džoberi nisu mogli da menjaju jednom kotiranu cenu, već su bili obavezni da po njoj trguju sa brokerima, a brokeri su bili obavezni da postignu najbolju cenu za svoje klijente. Individualni investitor koji je želeo da investira svoja slobodna sredstva, obraćao se svom brokeru, koji je predstavljao sponu između klijenta i džobera. Brokeri su imali pristup detaljnim informacijama o kompanijama, čije akcije su bile kotirane na Berzi i na osnovu njih su savetovali svoje klijente u koje akcije treba da investiraju. Na osnovu saveta brokera, klijent bi precizirao svoj nalaog, upućivao ga brokeru, koji je sa tim nalogom izlazio na sam "parket" Berze, gde je kupovao ili prodavao akcije po najboljim cenama. Ovakav način rada na Londonskoj berzi odvijao se od 1912.godine do 1986.godine. Poznat je kao "single-capacity" trgovanje, tj. trgovanje sa razdvojenim nadležnostima.

27. oktobra 1986.godine beleži se kao "crni ponedeljak" Londonske berze. Odmah nakon tog događaja sprovedene su promene pod nazivom "Big Bang" s ciljem zaštite investitora od veštih dilera koji su prodavali sumljive akcije, osigurana je konkurencija za džobere, ograničene su fluktuacije cena, napušten je sistem fiksne brokerske provizije, a ukinuto je i trgovanje sa razdvojenim nadležnostima. Tadašnja Londonska berza decembra 1986.godine ujedinila se sa Organizacijom međunarodnih dilera u Londonu (International Equity Dealers) pod novim nazivom International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland, koja se obično skraćeno zove "The Stock Exchange".

Do "Big Bang-a" je došlo iz sledećih razloga:

- Britanska vlada smatrala je da je fiksna provizija inhibirajuća za konkurentnost Londonske berze,
- dramatičan porast obima i vrednosti investicionih fondova u rukama velikih finansijskih institucija uticali su na ukidanje fiksne i uvođenje ugovorene provizije,
- troškovi držanja rastućeg obima akcija i obveznica su oslabili, umanjili kapacitet ponude džobera i ukazali su na nedovoljnost fondova kapitala pod do tada važećim sporazumima,
- međunarodni poslovi hartijama sve su se više koncentrisali u Londonu, ali su zaobilazili Berzu,
- najjače britanske akcije mnogo su se više prodavale u Njujorku nego u Londonu,
- u svetu se krenulo sa snažnim razvojem informacione tehnologije i kompjutera.

Glavne posledice ovih promena su:

---

<sup>207</sup> Focus Monthly Newsletter, October 1999., Paris, FIBV



- spajanje banaka donelo je novi kapital na tržište,
- najveće međunarodne investicione kuće su primljene na tržište, uporedo i ravnopravno sa britanskim firmama,
- u samoj sali za trgovinu Berze, na parketu, trgovina se nije više obavljala, već se je sada trgovina obavljala elektronskim putem, direktno između brokera,
- dnevni obrt trgovine značajno je povećan,
- učešće stranih firmi i stranog kapitala značajno je oživelo,
- provizije na velike transakcije su snižene, tako da su poslovi za institucionalne investitore - kupce državnih obveznica postali poslovi bez provizije.

Do 1980.godine Londonska berza se sastojala od samo jednog tržišta, kada je otvoreno i sekundarno tržište - Unlisted Securities Market - USM. Osnovano je kao "inkubator" za manje i nove kompanije, koje pretenduju da se njihove hartije kotiraju na "prvom" tržištu. 1987.godine uvedeno je i tzv. treće tržište (Third Market), na kome se trguje akcijama još manjih i mlađih kompanija.

Na sva tri tržišta instalirana je kompjuterska mreža SEAQ (Stock Exchange Automated Quotation System).

Londonska berza zabeležila je rekorde u trgovini akcijama u 1998.godini. Ukupna vrednost trgovine inostranim akcijama u Londonu u iznosila je 2.195 milijardi funti (3.674 milijardi dolara), što predstavlja rast od 52% u odnosu na prethodnu godinu. Broj transakcija porastao je za 30% sa 5,45 miliona u 1997. na 7,12 miliona u 1998.godini. Promet domaćim akcijama imao je znatno umereniji rast od 2,2% sa ukupnim obimom od 1.034,5 milijardi funti. Broj transakcija povećao se za 22%. Kao posledica ovih zbivanja ukupna tržišna kapitalizacija domaćih i inostranih kompanija iznosila ukupno 4.077 milijardi funti, od toga za britanske kompanije tržišna kapitalizacija iznosila je 1.352 milijardi funti, a za inostrane 2.725 milijardi funti.<sup>208</sup>

Tokom 1999.godine Londonska berza je poslala akcionarima obaveštenje, kojim traži odobrenje za prelazak na status javne kompanije sa prenosivim akcijama, što će omogućiti Berzi da posluje na potpuno komercijalnoj osnovi. Nova struktura će omogućiti Berzi da se usredsredi na pružanje kvalitetnijih usluga klijentima i na povećanje prihoda za akcionare. Cilj Berze je da maksimizira akcionarsku vrednost, kroz obezbeđenje visokog kvaliteta usluga i konkurentnije cene. Strategija će biti bazirana na: 1) konsolidovanju i podsticanju Berzine vodeće pozicije u Velikoj Britaniji i na međunarodnom planu, 2) nastavljanju ulaganja u razvoj novih proizvoda i usluga i 3) vodećoj ulozi u razvoju evropskih i drugih međunarodnih tržišta akcija.

**Tokijska berza (*The Tokio Stock Exchange*)** jedna je od najznačajnijih berzi u svetu zahvaljujući posleratnom snažnom privrednom razvoju i visokoj stopi investiranja u Japanskoj privredi. Dnevni obim trgovine na Tokijskoj berzi kreće se i do nekoliko stotina miliona akcija. Visoka cena akcija kombinovana sa snažnim jenom omogućila je Tokijskoj berzi da jednog momenta preuzme primat među berzama i da se nađe ispred Njujorške berze. Međutim, "crni ponedeljak" oktobra 1987.godine doveo je do pada cena akcija na Tokijskoj berzi u proseku za 40%, tako da se Tokijska berza od tada nalazi na drugoj poziciji.

Od završetka drugog svetskog rata Tokijska berza radi kao privatna, neprofitna kompanija pod snažnim uticajem Ministarstva finansija. Na Berzi rade dve vrste članova: regularni članovi i tzv. saitori. Regularni članovi su kompanije čija glavna aktivnost je kupovina i prodaja akcija na "parketu" Berze. Mogu da trguju za tuđ i za svoj račun. Međutim, saitori mogu samo da posreduju između regularnih članova berze. Berza obuhvata: "prvu sekciju trgovanja", gde se trguje sa oko 1.000 najkvalitetnijih akcija; "drugu sekciju trgovanja", gde se trguje sa oko 400 akcija kompanija srednje veličine i

<sup>208</sup> Focus Monthly Newsletter, December 1998., FIBV, Paris

novim emisijama i OTC tržište, na kome se trguje ostalim akcijama i sa oko 95% svih obveznica.<sup>209</sup>

Trgovački aranžmani su neobično kompleksni, pri čemu postoje dva metoda trgovine i četiri vrste saldiranja. "Itayose" metod, prevashodno se koristi kod trgovine obveznicama, razmatra sve prispele porudžbine pre početka trgovine, tako da se svi nalozi izvršavaju po ceni koja se utvrdi pri otvaranju Berze. "Zubara" metod se koristi pri trgovini akcijama. Trgovina počinje sa inicijalnom cenom, tj. cenom pri otvaranju Berze, a onda se pristupa otvorenoj aukciji za sve nepodmirene naloge. Do 1985.godine u upotrebi je bio otvoren aukcioni sistem u kome su se kao učesnici javljali trgovci sa kombinacijom frenetičnih ručnih signala i glasnog dovikivanja. Od tada se uvodi elektronska aukcija uz korišćenje kompjutera. U savremenim uslovima direktan kontakt među učesnicima na Berzi postoji samo kada se radi o nalogima sa velikim lotovima. Ukratko, na Tokijskoj berzi obavlja se nalogima vođeno trgovanje bez funkcionisanja market mejkera.

Tokijska berza usvojila je sledeće mere, u cilju sprečavanja kratkoročnih fluktuacija cena:

- *posebne kvote ponude i tražnje* - kada postoji značajna neravnoteža između ponude i tražnje, Berza traži da saitori nagoveste "specijalnu kvotu ponude" ili "specijalnu kvotu tražnje". Informacije o ovim kvotama brzo se šire preko informacionog sistema, tako da učesnici mogu da reaguju u cilju uspostavljanja ravnoteže. Ako se kontra nalozi ispostave na tržište i postigne ravnoteža, saitori povlače svoje kvote i obrnuto;

- *dnevni limiti cena* - Tokijska berza održava dnevne limite cena za pojedinačne akcije da bi sprečila svakodnevno "luljanje" cena akcija i obezbedila tajm-aut za objavljivanje rasta ili pada cena akcija. Ovi limiti utvrđuju se u apsolutnim iznosima u jenima.

23. januara 1982.godine Tokijska berza uvela je kompjuterski sistem CORES za trgovanje neaktivnim akcijama, kojih je bilo oko 440. Nakon poboljšanja kapaciteta, u ovom sistemu neprekidno se trguje sa oko 1.683 emisija (od ukupno 1.833 emisija domaćih akcija) i svim stranim akcijama.<sup>210</sup> U cilju povećanja operativnosti trgovanja na parketu, gde se trguje sa 150 najkvalitetnijih i najaktivnijih akcija, Tokijska berza uvela je 18. marta 1991.godine kompjuterski sistem FORES, koji omogućava:

- automatsko ispostavljanje malih naloga,
- zamenu ručnih knjiga naloga automatskim i
- automatsko dostavljanje povratnih informacija i potvrda transakcija.

Skoro sve zaključene transakcije na Tokijskoj berzi saldiraju se trećeg radnog dana od dana sklapanja transakcije (T+3). Kliring i saldiranje obuhvataju sravnjivanje transakcija, saldiranje hartija i novca. Saldiranje hartija od vrednosti obavlja Centralni depo Japana (JASDEC), dok saldiranje novca se vrši preko Tokijske berze.

Na Tokijskoj berzi u upotrebi su sledeća četiri načina saldiranja:

- 1) "*redovan način*" (*regular way transaction*) - transakcije se saldiraju trećeg radnog dana od dana zaključenja ugovora. U praksi ovim metodom saldira se oko 99,7% svih transakcija na Berzi ;
- 2) "*gotovinsko saldiranje*" (*Cash Transactions*) - transakcije se saldiraju istog dana kada je ugovor zaključen ili sledećeg radnog dana;
- 3) "*specijalni sporazum*" (*special agreement transactions*) - transakcije se saldiraju u roku od 14 dana od dana zaključenja ugovora (ovaj metod uveden je da bi investitori iz udaljenih mesta izvršili svoje naloge, ali više se ne koristi;
- 4) "*kada je emitovano*" (*when issued*) - transakcije se saldiraju u novim akcijama nakon emisije.

<sup>209</sup> Houthakker, H., Williamson, P., The Economics of Financial markets, op. cit, str. 129

<sup>210</sup> Japan - Fact Book 1998., Tokyo Stock Exchange, Tokyo

Prema Zakonu o hartijama od vrednosti, samo kompanije koje imaju dozvolu od Ministarstva za finansije, mogu da posluju sa hartijama.

Dozvolu dobijaju kompanije koje ispunjavaju sledeće uslove:

- da imaju zdrave finansijske izvore
- da imaju dobar kadrovski potencijal i
- da postoji adekvatnost za poslovanje hartijama sa stanovišta ekonomskih prilika u regionu u kome kompanija želi da posluje.

Radi ilustracije rada Tokijske berze u nastavku rada dajemo nekoliko tabela.

Tabela 18: Tokijska berza i glavna međunarodna tržišta (kraj 1998.godine)

Berza	Tokio	Njujork	London	Nemačka	Pariz
Broj komp. - domaće na listingu -inostrane	1.838	2.278	2.399	741	784
	52	391	521	2.784	178
Tržišna vrednost (u mil. US dolara)	2.439.548	10.271.899	2.297.651	1.094.252	985.227
Vrednost prometa (u mil. US dolara)	750.830	7.317.498	2.887.989	1.491.795	587.853

Izvor: Tokyo Stock Exchange 1999 Fact Book, Tokyo

Tabela 19: Promet akcijama na Tokijskoj berzi

Godina	Obim prometa (u mil. akcija)		Obrt na bazi obima prometa	Vrednost prometa ( u mlrd. jena)		Obrt na bazi vrednosti prometa	Broj transa- kcija (u mil.)
	Ukupno	Dnevni prosek		Ukupno	Dnevni prosek		
1996.	100.170	405,5	28,9 %	101.982	412,5	28,6 %	33,1
1997.	107.566	439,0	30,7 %	108.500	442,9	34,5 %	34,1
1998.	123.198	498,7	35,2%	97.391	394,2	35,0 %	35,3

Izvor: Tokyo Stock Exchange 1999 Fact Book, Tokyo

U 1998.godini najveće učešće u vlasništvu akcija kompanija sa listinga, mereno brojem akcija, imale su finansijske institucije i to 40,2%, individualni investitori 24,6% i korporacije 24,1%, dok je učešće inostranih investitora iznosilo svega 9,8%.

Tabela 20: Promet obveznicama na Tokijskoj berzi (u mlrd.jena)

Godina	Broj emisija na listingu	Vrste obveznica- berzansko tržište					Repo ugovori - vanberz. tržište	Ukupno
		Drža- vne	Kon- verti- bilne	Sa varan- tima	Nom. u jenima	Ostale		
1996.	1.311	5.497	13.245	/	132	7	1.694.531	3.182.822

1997.	1.134	4.407	11.652	/	81	5	1.759.174	3.385.793
1998.	956	1.856	6.672	/	23	5	1.081.054	2.606.794

Izvor: Tokyo Stock Exchange 1999 Fact Book, Tokyo

Tabela 21: Promet na tržištu derivata Tokijske berze u 1998. godini

Vrsta derivativnog instrumenta	Broj ugovora	Otvoreni ugovori
Fjučersi na japanske državne obveznice (5 godina)	195.207	3.529
Fjučersi na japanske državne obveznice (10 godina)	1.669.067	158.798
Fjučersi na japanske državne obvezn. (20 godina)	123	/
Opcije na fjučerse na japanske drž.obvezn.	1.848.851	50.069
Fjučersi na Topix	2.726.985	98.355
Opcije na Topix	655	1
Opcije na akcije	81.960	6.695

Izvor: Tokyo Stock Exchange 1999 Fact Book, Tokyo

*Pariska berza (Paris Bourse)* u vreme kada svetske berze postižu rekord za rekordom može da ponudi dve realne prednosti: to je najlikvidnija berza u Evropi i najjeftinija u svetu. Likvidnost berze meri se troškovima tržišta i troškovima izvršenja naloga. Trošak tržišta je razlika u ceni između one cene po kojoj je nalog izvršen i prosečne dnevne cene. Kada se uz ovaj kriterijum doda i trošak samog izvršenja usluga, Pariz postaje najkonkurentnije tržište. Što je tržište likvidnije postoji veća mogućnost da investitori završe svoje poslove po povoljnijim cenama. Pariz ima i najniže tržišne troškove, koji iznose 6,8 poena, za razliku od Švajcarske berze gde ti troškovi iznose 7,4 poena, Londonske berze sa troškovima od 14,9 poena i Nemačke berze gde ti troškovi iznose 15,1 poena.

Na Pariskoj berzi registovano je Prvo tržište, Drugo tržište i Novo tržište. Prema godišnjem izveštaju pariske berze na prvom tržištu 31.12.1997.godine, na listingu se našlo 376 akcija francuskih kompanija, 178 akcija inostranih kompanija, 1.847 domaćih obveznica i 1.349 inostranih obveznica i varanta. Na Drugom tržištu broj domaćih akcija iznosio je 307, inostranih akcija 1, francuskih obveznica 49, dok inostranih obveznica i varanta nije bilo. Na Novom tržištu broj listiranih kompanija bio je znatno manji, tako da je domaćih akcija bilo 34, inostranih akcija 4, domaćih obveznica 1, a inostranih obveznica i varanta nije bilo. Posmatrano u generalnom skoruu na tržištu Pariske berze našlo se 717 akcija francuskih kompanija, 183 akcija inostranih kompanija, 1.897 domaćih obveznica i 1.349 inostranih obveznica i varanta.<sup>211</sup> Tokom 1998.godine ostvareni su još bolji rezultati. Broj transakcija u odnosu na prethodnu godinu povećan je za 20,85 % i iznosio je 44,8 miliona. Na Berzi je prikupljen dodatni kapital u iznosu od 173 milijardi franaka, što je za 46% više u odnosu na prethodnu godinu. Ukupna kapitalizacija 962 kompanije sa listinga Prvog i Drugog tržišta za 1998.godinu iznosila je 5,48 biliona franaka.<sup>212</sup>

<sup>211</sup> Paris Bourse Annual Review 1997., Paris Bourse, Paris

<sup>212</sup> Paris Markets Flash - Annual Review, January 1999., Paris, SBF-Bourse de Paris

1999.godina je za Parisku berzu bila rekordna godina. Broj transakcija je prvi put premašio 50 miliona, dostigavši 58,59 miliona. Prosečan dnevni broj transakcija porastao je za 31,30% u poređenju sa 1998.godinom, dostigavši 231.599. Promet je u odnosu na prethodnu godinu povećana za 39,11%. Zahvaljujući ovakvom uzletu Francuska je pretekla Nemačku po raspoloživoj kapitalizaciji (684 milijarde eura naspram 531 milijardu eura), kao i po zaradama (48,9 naspram 46,9 milijardi eura). Na dan 31.12.1999.godine Pariska berza imala je 371 člana, od kojih su 240 bile kompanije a njih 134 su bili posrednici.<sup>213</sup> Rezultati brojnih istraživanja pokazuju da je Francuska omiljena destinacija američkih i britanskih investitora, jer je Pariska berza bila vodeća po likvidnosti, transparentnosti, jednostavnosti, profesionalnoj etici, kvalitetu posredničkih usluga i troškovima.

Berze u Parizu, Briselu i Amsterdamu najavile su spajanje, čime će biti formirana najveća berza euro-zone, čije će akcije na listingu biti vredne 1,93 triliona dolara. Nova berza (Euronext) biće najveće tržište sa najvećom tržišnom kapitalizacijom i obimom transakcija među svih 11 članica. Trenutno, Frankfurtska berza je najveće tržište akcija euro-zone, dok je London zadržao poziciju najvećeg evropskog tržišta.

**Nemačka berza (Deutsche Borse Group)** funkcioniše kao akcionarsko društvo. Ima zapaženu ulogu u unapređenju tržišne organizacije i infrastrukture. Sistem trgovanja Xetra omogućava manje razlike u ceni za akcije visokokvalitetnih kompanija, od bilo koje druge platforme u svetu, uz niže troškove. Naime, svi nalozi se skupljaju u otvoren i transparentan elektronski sistem, u kome se obavlja automatsko određivanje cena. Tokom 1997.godine usvojeno je nekoliko zakona koji predstavljaju reformu zakonskog okvira nemačkog finansijskog tržišta. Zakonom o finansijskim tržištima ubrzana je deregulacija i liberalizacija nemačkog tržišta kapitala. Važne odredbe u ovom zakonu odnose se na odobrenje vezano za penzione fondove i druge nove vrste fondova, nova pravila za informacije u prospektima, lakši pristup na berzi. Tržišna segmentacija Nemačke berze ima za cilj da kreira standardizovane uslove za kompanije, čijim akcijama se trguje. Segmentacija po osnovu likvidnosti i odnosa rizik/prinos, omogućava investitorima fino prilagođavanje pojedinim tržištima, radi postizanja posebnih preferencija i ciljeva. Primer za takav segment je Neuer Markt, formiran 1997.godine, koji je namenjen rastućim kompanijama. Nemačke državne obveznice, nominovane u markama, postale su reper na evropskom tržištu obveznica. Njihova privlačnost povećana je mogućnošću konvertovanja postojećeg duga u eure i eliminisanjem zahteva o minimalnoj rezervi vezanoj za repo poslove, kao i odobravanjem prodaje obveznica odvojeno od kupona. Trgovanje nemačkim akcijama na Nemačkoj berzi tokom 1997.godini iznosilo je 3,6 biliona maraka.

Kada je reč o tržišnoj kapitalizaciji domaćih akcija, na berzama članicama FIBV-a, ona je tokom 1997.godine dostigla 21.646,9 milijardi dolara, što predstavlja rast od 11,3% u odnosu na 1996.godinu.

Tabela 22: Tržišna kapitalizacija u 1997.godini (u mlrd. US dolara)

Rang	Berza	Iznos
1.	NYSE	8.879,6
2.	Tokio	2.160,5
3.	London	1.996,2
4.	Nasdaq	1.738,0
5.	Nemačka	825,2

<sup>213</sup> Paris Markets Flash - Annual Review, January 2000., Paris, SBF-Bourse de Paris

6.	Pariz	676,3
7.	Švajcarska	575,3
8.	Kanada	567,6
9.	Amsterdam	468,9
10.	Hong Kong	413,3

Izvor: FIBV Annual Report 1997, FIBV, 1998.

Iz tabele se vidi da je Njujorška berza ubedljivo na prvom mestu. U odnosu na prethodnu godinu ostvarila je rast tržišne kapitalizacije za 29,9%, zahvaljujući dolasku 150 novih kompanija na listing. Za berze koje se nalaze u region Azija-Pacifik karakteristično je da su sve, osim berze u Tajvanu, zabeležile oštar pad tržišne kapitalizacije. Berza u Tokiju uspela je da sačuva drugo mesto, ali joj se veoma približila Londonska berza.

Prema evidenciji Međunarodne federacije berzi deset najboljih berzi, mereno performansama opštih indeksa su prikazane u sledećoj tabeli.

Tabela 23: Najbolje berze u svetu u 1999.godini

U lokalnoj valuti		U SAD dolarima	
<i>Berza</i>	<i>Promena</i>	<i>Berza</i>	<i>Promena</i>
1. Istambul	485,4 %	1. Istambul	243.3 %
2. Helsinki	162,0 %	2. Helsinki	125.1 %
3. Brazil	151,9 %	3. Južna Koreja	94.0 %
4. Atina	102,2 %	4. Džakarta	91.8 %
5. Nasdaq	85,6 %	5. Meksiko	87.9 %
6. Južna Koreja	82,8 %	6. Nasdaq	85.6 %
7. Meksiko	80,1 %	7. Tokio	73.6 %
8. Singapur	74,8 %	8. Singapur	73.2 %
9. Džakarta	70,1 %	9. Atina	71,8 %
10. Štokholm	66,4 %	10. Brazil	69.7 %

Izvor: Focus Monthly Newsletter, December, 1999., Paris FIBV

Ova tabela potvrđuje jasno izražen trend poslednjih godina, koji se ogleda u snažnom i brzom jačanju tržišta u razvoju (Emerging markets).

### 3.2.1. Nužnost etapnog razvoja berze

Finasijsko tržište na svom putu od osnivanja do dostizanja željene stabilnosti i efikasnosti prolazi kroz više razvojnih faza. Pri osnivanju finasijskog tržišta najpre se ravija tržište novca i to zahvaljujući činjenici što na njemu dominantnu ulogu ima centralna banka, koja koristeći sofisticirane instrumente monetarno-kreditne politike reguliše volumen novčane mase, dovodeći je u skladu sa visinom realnog društvenog proizvoda. S druge strane, na tržištu novca sredstva se nude i traže na kratak rok, tako da su izložena vrlo malom ili nikakvom riziku. Kada postane jasno da tržište novca, kao segment finasijskog tržišta, funkcioniše bez nekih krupnijih problema a da pri tom značajno doprinosi optimizaciji likvidnosti na nivou bankarskog i celokupnog finasijskog, pa samim tim i realnog sektora nacionalne privrede, onda paralelno sa njim počinje da

funkcioniraju i devizno tržište na kome se u zavisnosti od ponude i tražnje svakodnevno formira devizni kurs, kao cena strane valute izražena u domaćem novcu. Kada ova dva segmenta finansijskog tržišta dostignu određeni nivo razvoja, tj. određenu zrelost onda tržište kapitala počinje polako da se zahuktava u svom razvoju. Kao poslednja faza u razvoju finansijskog tržišta, tek nakon dostizanja određene stabilnosti i zrelosti tržišta kapitala, javlja se tržište derivata. Jedino u uslovima kada uspešno i paralelno funkcionišu svi ovi segmenti, međusobno se dopunjujući i nadovezujući, za neko finansijsko tržište možemo reći da je razvijeno.

Iako svako od ovih tržišta u svom razvoju ima svoje specifičnosti, sa stanovišta naše analize posebnu pažnju treba obratiti na razvoj tržišta akcija, tj. berze, kao institucionalizovanog dela tržišta kapitala. Do razvoja ovog segmenta tržišta kapitala dolazi samo onda kada je neka zemlja dostigla određeni stepen ekonomske i političke stabilnosti uz uslov da je počela da sprovodi razvojnu ekonomsku politiku. Analizirajući razvoj tržišta akcija u najrazvijenijim tržišnim ekonomijama, gde je tržište kapitala dostiglo najviši nivo razvoja, jasno se može uočiti da u njegovom razvoju postoje brojne osobenosti od zemlje do zemlje, ali da je ipak moguće izdiferencirati četiri osnovne etape zajedničke za sva tržišta akcija. Reč je o sledećim fazama:<sup>214</sup>

- početna faza,
- faza rasta,
- ekspanzivna faza i
- završna, tj. zrela faza.

Za **početnu fazu** je karakteristično da cene akcija imaju tendenciju stalnog porasta. Sa porastom cena tržište pridobija poverenje domaćih investitora i postaje šire prihvaćeno kao investiciona alternativa tradicionalnim bankarskim depozitima ali i kratkoročnim državnim obveznicama.

U drugoj fazi, **fazi rasta**, pošto su tržišta akcija stekla određeni stepen poverenja, pritisak iz inostranstva za širim pristupom na njima i uz pritisak na unutrašnjem planu, odobravanjem sredstava po nižim kamatnim stopama, uslovljava smanjenje regulative na njima. Sa porastom tržišne likvidnosti i prinosima korigovanim faktorom rizika, inostrani investitori počinju da shvataju koristi od diverzifikacije plasmana na takvim rastućim tržištima.

U **ekspanzivnoj fazi** tržište akcija nudi veće i stabilnije prinose, tako da investitori rado prihvataju nove emisije akcija. Obim emisija naglo raste iz razloga što preduzeća nastoje da otplate dugove gotovim sredstvima, a privatne ili tek privatizovane firme žele da se pojave na tržištu sa početnim javnim ponudama. Broj transakcija raste uz povećanje efikasnosti njihove realizacije.

U **završnoj ili zreloj fazi**, sa padom premija na rizik za akcije na konkurentni nivo, koji je usklađen sa kamatnim stopama na državne blagajničke zapise, ili koji je jednak kratkoročnim stopama na deviznim tržištima, tržište akcija počinje da ostvaruje stabilan razvoj, koji je imanentan razvijenim ekonomijama.

Uzimajući u obzir fazni razvoj berzi, tj. tržišta akcija u globalnim svetskim okvirima, možemo konstatovati da je samo mali broj zemalja ušao u zrelu fazu razvoja, dok je u velikom broju zemalja, koje se nalaze u tranziciji, najčešće dostignuta prva ili druga, a izuzetno treća razvojna faza. Radi ilustracije ovih tvrdnji u nastavku ćemo dati prikaz zbivanja na berzama nekih zemalja u tranziciji.

**Berza u Varšavi (Warsaw Stock Exchange)** je akcionarsko društvo, sa 53 akcionara, uključujući ministarstvo finansija, banke i brokerske kuće. Svoje aktivnosti u sadašnjoj formi, otpočela je da aprila 1991.godine, uvođenjem elektronskog

---

<sup>214</sup> Michael G. Papaioannou, Lawrence K. Duke, The Internationalization of Emerging Equity Markets, Finance & Development nr.9, 1993., str. 18

dematerijalizovanog trgovanja i regulative bazirane na najboljim međunarodnim standardima. Akcije imaju najveći udeo u trgovanju na Berzi. Akcije primljene na Berzi mogu da se nađu na listingu tri tržišta: glavnom, paralelnom i slobodnom, u zavisnosti od veličine i istorije kompanije. Akcijama se trguje po sistemu jedinstvene cene i sistemu kontinuelnog trgovanja. Velikim naložima trguje se u blokovima, u specijalno određenim terminima za trgovanje. Transakcije se realizuju elektronski preko kompjuterskog sistema Berze a saldiraju se u Nacionalnom depou za hartije od vrednosti. Period saldiranja transakcija je T+3, po principu isporuka po plaćanju. Tokom 1998.godine u trgovanje na Berzi uvedene su akcije 57 novih kompanija, tako da su se na listingu glavnog tržišta nalazile akcija 132 kompanije (92%), na paralelnom tržištu akcije 51 kompanije (7%) i na slobodnom tržištu akcije 15 kompanija (1%), što znači da se na listingu Varšavske berze nalazilo ukupno 198 kompanija. Ukupna tržišna kapitalizacija iznosila je 72,4 milijardi zlota, što predstavlja rast od 65% u odnosu na prethodnu godinu, dok je ostvaren ukupan promet od 62,3 milijarde zlota.<sup>215</sup> Državnim obveznicama trguje se na Varšavskoj berzi od 1992.godine. Na kraju 1998.godine na listingu se nalazilo 68 emisija obveznica. Sa 16 emisija se trgovalo po sistemu aukcije po jedinstvenoj ceni, sa 40 emisija po sistemu kontinuelnog trgovanja i sa 12 emisija u oba sistema. U kontinuelnom sistemu trgovanja, jedinica trgovanja je lot nominalne vrednosti 10.000 zlota. Na listingu Varšavske berze nalaze se državne obveznice sa flotirajućom kamatom i sa fiksnom kamatom. Rokovi dospeća obveznica su jedna, dve, tri, pet i deset godina. Zbog veoma stroge regulative nijedan drugi emitent, osim države, nije ponudio svoje obveznice u javnu prodaju. Stoga se planira uvođenje manje zahtevne regulative, kako bi se povećala privlačnost obveznica kao instrumenta za prikupljanje kapitala. Tržište derivata na Varšavskoj berzi otvoreno je januara 1998.godine. Na listingu se nalaze fjučersi na indeks WIG20, varanti na NIF indeks i akcije Elektrima i dolarski fjučersi. Na ovoj Berzi isključivo mogu trgovati njeni članovi, kojih je krajem 1988.godine bilo 35.

**Berza u Pragu (Prague Stock Exchange)** osnovana je 1992.godine, kao glavni organizator tržišta hartija od vrednosti. Trgovanje na Berzi obavljaju isključivo članovi. Tokom 1998.godine znatno su pooštreni uslovi sticanja članstva, što se povoljno odrazilo na transparentnost trgovanja. U pravcu veće transparentnosti aktivnosti članova, izmenjena su pravila za prijavljivanje trgovanja i nekomercijalne transfere i hartije. Hartije koje zadovolje ovako stroge kriterijume za prijem u trgovanje na Berzi prodaju se na glavnom i sekundarnom tržištu. Ukupna vrednost prometa tokom 1998.godine dostigla je 860,2 milijardi kruna, što predstavlja rast od 26,6% u odnosu na prethodnu godinu. Dok je vrednost prometa obveznicama porasla za 58,7% na 687,6 milijardi kruna, promet akcijama i udelima smanjio se za 29,9% na 172,6 milijardi kruna, tako da je učešće akcija i udela u ukupnom prometu smanjeno na 20,1%. Od ukupnog prometa obveznicama, obveznice banaka činile su 41,4% prometa, državne obveznice 33,1% i korporativne obveznice 24,7%. Učešće municipalnih obveznica iznosilo je 0,5%, dok su hipotekarne dužničke hartije od vrednosti doprinele prometu sa 0,4%.<sup>216</sup> Saldiranje na Berzi, od osnivanja, obavlja podružnica Univyc. Tokom 1998.godine Univyc je saldirao 867.000 transakcija, čija je ukupna vrednost 1.404 milijardi kruna. Na Berzi je zaključeno 486.000 transakcija, vrednosti od 711 milijardi kruna. Univyc je, takođe, saldirao 58.000 vanberzanskih transakcija za članove Berze, ukupne vrednosti od 693 milijardi kruna. Tokom analizirane godine nije bilo trgovine derivatima, ali sve pripreme su obavljene da se početkom 1999.godine otpočne sa trgovinom kamatnim fjučersima sa rokom od tri meseca i fjučersima i evropskim opcijama na PX-D indeks, koji je kreiran za tu svrhu.

---

<sup>215</sup> Warsaw Stock Exchange Fact Book 1999., Warsaw, Warsaw Stock Exchange

<sup>216</sup> Prague Stock Exchange Annual Report 1998., 1999, Prague, Prague Stock Exchange



**Berza u Budimpešti (Budapest Stock Exchange)** konstituisana je juna meseca 1990.godine. Tokom dekade svog postojanja i poslovanja ostvarila je značajne rezultate i doživela je snažan razvoj. Tokom 1998.godine na ovoj Berzi ostvareno je 1.026.646 transakcija, od čega 1.011.514 transakcija otpada na akcije, 3.946 transakcija na državne obveznice, 200 transakcija na korporativne obveznice, 2.522 transakcija na kratkoročne državne obveznice, 790 transakcija na investicione fondove i 7.674 transakcija na kompenzacione zapise. Ostvarena je ukupna vrednost prometa od 13.847,3 milijardi forinti, odnosno 105,6% više u odnosu na prethodnu godinu, od čega na akcije otpada 6.920,7 milijardi, na državne obveznice 4.800 milijardi, na korporativne obveznice 35,7 milijardi, na kratkoročne državne obveznice 2.070,7 milijardi, na investicione fondove 1,6 milijardi, i na kompenzacione zapise 18,3 milijardi forinti. Ostvareni promet na vanberzanskom tržištu je veći od prometa ostvarenom berzanskim trgovanjem i iznosi 17.310,40 milijardi funti. Ukupna tržišna kapitalizacija na Budimpeštanskoj berzi iznosila je 30.12.1998.godine 5.469,99 milijardi funti, dok se na njenom listingu nalazilo 144 hartija ( 55 akcija, 30 državnih obveznica, 8 korporativnih obveznica, 42 kratkoročne državne obveznice, 8 hartija investicionih fondova i 1 kompenzacioni zapis).<sup>217</sup> Tržište derivata doživelo je spektakularan rast u 1998.godini. Promet je dostigao 2.934 milijardi funti, što predstavlja dvostruki rast u odnosu na rezultat iz 1997.godine.

**Makedonska berza (Macedonian Stock Exchange)** osnovana je septembra 1995.godine, a sa trgovanjem je počela marta 1996.godine. Konstituisana je kao akcionarsko društvo. Članovi berze mogu biti pravna lica koja trguju hartijama od vrednosti, a koja su osnovale banke i druge finansijske institucije (osiguravajuća društva i štedionice), kao i dilerske kuće sa sedištem u Republici Makedoniji. Trgovanje na berzi odvija se na Prvom i Drugom tržištu, koja su zvanična tržišta, i na Trećem tržištu, koje je nezvanično. Za učešće na prvom tržištu potrebno je da najmanje 25% hartija bude na tržištu i da postoji najmanje 200 vlasnika akcija. Početna tržišna kapitalizacija svih hartija, koje su kandidati za listing trebalo bi da iznosi najmanje 15 miliona nemačkih maraka. Emitent mora da podnese i finansijski izveštaj o svom poslovanju za poslednje tri godine. Ne postoje ograničenja za transfer hartija. Za učešće na drugom tržištu potrebno je da minimum 15% hartija bude na tržištu i da postoji najmanje 100 akcionara. Početna tržišna kapitalizacija svih hartija, koje su kandidati za listing trebalo bi da iznosi najmanje 5 miliona nemačkih maraka, pri čemu emitent mora da podnese finansijski izveštaj o svom poslovanju za poslednje dve godine. Za učešće na Trećem tržištu potrebno je da emitent podnese samo izveštaj iz prethodne godine. Kliring i saldiranje obavlja Zavod za obračun i plaćanje, koji radi kao centralni registar i klirinška kuća. Svi nalozi kupovine i prodaje moraju biti pokriveni gotovinom i hartijama od vrednosti na specijalnom računu Zavoda za obračun i plaćanje firmi članica. Saldiranje akcija vrši se u terminu T+5, a obveznica u terminu T+1. Do kraja 1997.godine na listingu zvaničnog tržišta Makedonske berze nalazile su se samo dve kompanije i oko 70-75 hartija od vrednosti, koje su bile u ponudi na nezvaničnom tržištu. Celokupna tržišna kapitalizacija iznosila je oko 10 miliona dolara. Ovakvo stanje rezultat je sledećih faktora:

- 1) nizak nivo opšteg znanja o trgovanju hartijama od vrednosti,
- 2) gubitak poverenja stanovništva u štednju, kao i nesposobnost banaka da ispune obaveze inostranih štednih depozita,
- 3) nedovršen proces privatizacije,
- 4) borba za kontrolu u privatizovanim preduzećima,
- 5) nedostatak posrednih institucija - investicionih i penzionih fondova,
- 6) nedostatak iskusnih učesnika na tržištu,
- 7) nedovoljno znanje menadžera o delovanju mehanizma finansiranja akcijama,

<sup>217</sup> Budapest Stock Exchange Annual Report 1998., 1999., Budapest, Budapest Stock Exchange

8) istorijsko oslanjanje na dug kao sredstvo finansiranja, itd.<sup>218</sup>

Na osnovu ovih ovih podataka možemo slobodno zaključiti da se Makedonska berza još uvek nalazi u povoju, tj. u početnoj fazi svoga razvoja.

Bez obzira na dostignuti nivo razvoja, cilj svake berze je da postane članica Međunarodne federacije berzi - FIBV, čije se sedište nalazi u Parizu. Međutim, na godišnjoj skupštini FIBV-a održanoj od 25. do 27 oktobra 1998. godine u Kuala Lumpuru usvojeni su tržišni principi, kojih se trebaju pridržavati već postojeće berze članice ali i berze koje žele da postanu njeni članovi. Tržišni principi FIBV-a se odnose na<sup>219</sup>:

- organizaciju i funkcionisanje berzi, uključujući legalni status, statute, praćenje učesnika na tržištu, organizacionu strukturu, regulatornu infrastrukturu, itd;
- pristup tržištu, uključujući uslove za ravnopravan pristup tržištima, profesionalizam posrednika i svih zaposlenih;
- listiranje i dostavljanje informacija o proizvodima, tj. finansijskim instrumentima kojima se trguje;
- trgovanje, uključujući sprovođenje mera neophodnih za fer i transparentno tržište;
- kliring i saldiranje koji treba da budu usklađeni sa međunarodnim standardima G30 i ISSA;
- tehničku infrastrukturu;
- upravljanje rizikom;
- rešavanje sporova, žalbi investitora i arbitražu;
- nadgledanje i sprovođenje pravila;
- zaštitu investitora;
- poslovnu praksu;
- transparentnost statističkih podataka, tržišnih informacija i trgovanja;
- otvorenost za ulaganja inostranih investitora u domaće hartije od vrednosti;
- poštovanje i sprovođenje FIBV-ovih preporuka.

### 3.2.2. Bazični pokazatelji razvijenosti berze i njihov značaj

Kvalitet je fundamentalna potreba kada je u pitanju poslovanje berzi. Kao pokazatelji funkcionisanja i rada berzi do sada je korišćeno oko 70 vrlo različitih kriterijuma (vreme saldiranja, obim ukupnog prometa, transparentnost, likvidnost, broj obavljenih transakcija, visina tržišne kapitalizacije, broj hartija koje se nalaze na listingu, visina transakcionih troškova, kolebljivost na berzi koja se meri godišnjom standardnom devijacijom prinosa akcija, koncentracija na berzi koja se ogleda u stopi kapitalizacije za deset najvažnijih akcija na berzi, formiranje cena akcija koje se ogleda u stepenu arbitraže i odstupanju cena akcija u procentu i vremenu trajanja u odnosu na vodeće svetske berze, itd.). Međutim, kao bazični pokazatelj razvijenosti i stanja neke berze koriste se berzanski indeksi.

**Indeksi (Indexes or Indices)** su indikatori tržišta, koji se računaju kao ponderisani prosek cena i obima trgovine akcijama (obveznicama). Ovaj ponderisani prosek, koji predstavlja tržišnu kapitalizaciju u određenom vremenskom periodu (najčešće dnevnu) deli se sa odgovarajućim iznosom kapitalizacije na dan kada je indeks konstruisan i dobijeni iznos množi se arbitrarno utvrđenom početnom vrednošću indeksa (obično = 100). Indeksi uključuju uzorke finansijskih instrumenata šireg obima. Zbog toga se smatraju za

---

<sup>218</sup> Izlaganje Evgenija Zografskog, direktora Makedonske berze na Savetovanju o razvoju tržišta hartija od vrednosti, Skoplje, 9-14. mart 1998. godine

<sup>219</sup> Focus Monthly Newsletter, October 1998., Paris, FIBV

reprezentativnije pokazatelje tržišnih kretanja od običnih proseka.<sup>220</sup> Naime, indeksi koriste mnogo rafinisanije metode za merenje opšteg nivoa i promena u cenama akcija, nego što to čine proseci tržišta akcija. Koliki je značaj indeksa vidimo iz činjenice da se oni u formulisanju ekonomske politike u SAD tretiraju kao vodeći indikatori tržišta uopšte, čije kretanje 3-4 meseca prethodi odgovarajućim kretanjima u privredi. Indeksi su, takođe, osnova za konstituisanje finansijskih instrumenata na tržištu derivata. U savremenim tržišnim uslovima indkesima se vrlo uspešno utvrđuju odnosi između kretanja tržišnih vrednosti akcija i osnovnih ekonomskih pokazatelja, kao što su kretanje društvenog proizvoda, nacionalnog dohotka, zaposlenosti, profita, itd.

Događaji na tržištu akcija, odnosno njegov usporen rast, stagnacija ili dramatičan pad, odražavaju u punoj meri dešavanja u privredi. Tržišne aktivnosti iskazuju se različitim prosečnim vrednostima i indeksima, koji su ustanovljeni da bi se izmerila tržišna kretanja.<sup>221</sup> Tržišni indeksi su nastali kao posledica težnje investitora da kupe jeftino i prodaju skupo. Za ostvarenje ovog cilja bilo je neophodno precizno predviđanje kretanja cena akcija, koje se ostvarivalo na osnovu pokazatelja koji verno odražavaju promene cena na tržištu akcija.

Osnovna karakteristika tržišnih indeksa jeste da oni ne govore kako će se cene kretati u budućnosti, već pokazuju koliko su cene akcija promenjene u odnosu na prethodni period, tj. ovi indeksi imaju *ex post*, a ne *ex ante* karakter. Tokom vremena javlja se veći broj indeksa sa dinamičkim karakterom. Naime, svi indeksi su u toku veka njihove upotrebe menjani i usavršavani. Osnovni cilj ovih promena je da oni što pouzdanije odraze promene cena akcija na određenom tržištu ( grani, sektoru ili čitavoj privredi) i na taj način pokažu u kojoj se fazi nalazi tržište, u fazi ekspanzije ili fazi kontrakcije. Na osnovu promena indeksa investitori nastoje da predvide kako će se, u narednom periodu, kretati cene akcija.

U selekciji tržišnih indeksa sa kojima će raditi ili pri konstrukciji novih, analitičari posebno moraju da vode računa o sledećim faktorima:<sup>222</sup>

- **Veličina uzorka (Sample size)** - uzorak treba da bude signifikantna frakcija posmatrane populacije zato što veliki uzorci daju jasnije indikatore šta se dešava sa i na tržištu. Međutim, veći uzorci zahtevaju veće troškove za njihovo izračunavanje. Npr. Dow Džons industrijski indeks (Dow Jones Industrial Average - DJIA) obuhvata uzorak od 30 akcija, tj. 2,3 % posmatrane populacije hartija koje se nalaze na listingu Njujorške berze. S druge strane, imamo mnogo sofisticiraniji ali manje poznat indeks hartija centra za istraživanje (Center for Research on Security Prices Index - CRSP), koji obuhvata sve akcije koje se nalaze na listingu Njujorške berze. Izračunava se svaka tri meseca, za razliku od prethodnog, koji se objavljuje svakog dana, tako da ne može da se koristi za analizu tekućih događaja. Prevažodno ga koriste akademski istraživači radi vršenja određenih statističkih analiza.

- **Reprezentativnost (Representativeness)** je, takođe, bitan faktor pri konstrukciji nekog indeksa. DJIA obuhvata samo akcije velikih, starih i prvoklasnih firmi, dok male i nove firme ne uzima u obzir. Za razliku od njega, CRSP uključuje sve akcije, koje se kotiraju na Njujorškoj berzi. Nedostatak korišćenja velikog uzorka su visoki troškovi. Međutim, sa upotrebom kompjutera, ovi troškovi više nisu tako visoki, kao ranije.

---

<sup>220</sup> G. J. Alexander, W. F. Sharpe, Fundamentals of Investments, Prentice Hall, Englewo Cliffs, 1989., str. 266

<sup>221</sup> Kenneth M. Moris, Alan M. Siegel, Stojan Dabić, U obliku novca - vodič kroz hartije od vrednosti, Litopapir, Čačak, 1993., str.66

<sup>222</sup> Jack Clark Francis, Investments: Analysis and Management, 4<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Book Company, New York, 1994., str. 178

- **Vrednovanje pojedinačnih hartija (Weighting)** značajno utiče na kvalitet konkretnog indeksa. CRSP vrednuje podjednako svaku hartiju sa listinga Njujorške berze, dok DJIA koristi arbitražni sistem vrednovanja akcija.

- **Prikladnost merila (Convenient units)** znači da indeks treba da bude izražen u jedinicama koje će biti lake za razumevanje i koje će moći lako da se koriste za dobijanje odgovora na relevantna pitanja.

Nakon konstrukcije određenog indeksa, a usled promene određenih okolnosti, javlja se potreba njegove revizije. Osnovni problemi koji uslovljavaju rekonstrukciju, tj. reviziju već ustanovljenih indeksa su:<sup>223</sup>

- **deoba akcija (Stock splits)** zahteva reviziju indeksa sastavljenih od manjeg broja reprezentativnih akcija, kao što je u našem primeru DJIA indeks, dok ovakve promene nemaju efekat na indekse tipa CRSP;

- **promene u veličini uzorka (Change in sample size)** javljaju se kao problem kod indeksa koji ne obuhvataju celu, već samo deo populacije tržišta. Napr. kada je DJIA konstruisan 1884.godine obuhvatao je 12 akcija. Ovaj broj je povećan na 20 akcija 1919.godine. Ponovnu reviziju doživeo je 1969.godine, kada je njegova veličina proširena na 30 hartija, koliko i danas iznosi;

- **supstitucija elemenata uzoraka (Supstitutions)** je karakteristična za indekse sastavljene iz malih uzoraka, kakav je DJIA. Naime, pošto ovaj indeks obuhvata akcije 30 prvorazrednih kompanija, logično je da se pozicija pojedinih kompanija menja tokom vremena, tako da u jednom momentu akcije neke kompanije mogu da se uzimaju u obzir pri izračunavanju ovog indeksa, dok u drugom momentu, ako je došlo do nekih negativnih kretanja u poslovanju konkretne kompanije, usled čega dolazi do pomeranja rejtinga te kompanije, dolazi i do supstitucije akcije konkretne kompanije akcijom druge kompanije sa boljim rejtingom. Npr. akcije IBM uljučene su u DJIA 1932., da bi već 1939.godine bile supstituisane akcijama AT&T kompanije (American Telephone and Telegraph). Međutim, akcije IBM-a ponovo su uključene u DJIA od 1979.godine.

Prema načinu izračunavanja sve tržišne indekse možemo svrstati u dve grupe:

- cenovno ponderisane indekse i
- indekse ponderisane tržišnom vrednošću.

**Cenovno ponderisani indeksi** izračunavaju se sabiranjem cena akcija odabaranih kompanija i deljenjem brojem koji je, u datom trenutku, definisan kao "delilac". Kao osnova za izračunavanje ovih indeksa služi portfolio, koji sadrži po jednu akciju od svake firme obuhvaćene tržišnim indeksom, tako da je ponder firme definisan visinom cene akcije. Ovo ima za posledicu da promena cene skuplje akcije u većoj meri utiče na promenu indeksa od istoprocentne promene cene jeftinije akcije.<sup>224</sup> Značajna karakteristika cenovno ponderisanih indeksa je da "stock split", tj. deoba akcija zahteva prilagođavanje delioca radi neutralisanja njegovog uticaja na vrednost indeksa. Najpoznatiji cenovno ponderisani indeksi su : Dow Jones Averages, Value Line Composite Average, Nikkei Average, itd.

**Dow Jones Averages - Dau Džons indeksi** izračunavaju se na bazi prosečnih cena akcija kompanija koje su po mišljenju urednika *Wall Street* žurnala najreprezentativnije za američko tržište. Ovo su najstariji pokazatelji, jer se dnevno publikuju još od 7. oktobra 1896.godine. Naime, Charls Dow je 1884.godine napravio listu proseka cena na zatvaranju 11 reprezentativnih akcija kompanija, koje su po njegovom mišljenju, predstavljale ekonomsku snagu zemlje: devet akcija železničkih i dve akcije proizvodnih kompanija. Sve do 1896.godine ova lista je revidirana više puta. Prvi indeks iz tog vremena sastojao se od vrednosti akcija 12 najpoznatijih odabranih emitenata iz kruga industrijskih kompanija,

<sup>223</sup> Isto, str. 181

<sup>224</sup> Dalton, J., How the Stock Market Works, Ner York Institute of Finance, New York, 1988., str. 54

da bi 1916.godine bio proširen na 20 i konačno 1969.godine na 30 akcija odabranih emitenata. Od kompanija čije su akcije bile na listi 1896.godine ostao je samo *General Electric*, dok je sa liste iz 1969.godine, od 30 prvobitno uključenih kompanija ostalo još 13 kompanija. Osnovni uzrok promena liste uglavnom je spajanje firmi, a znatno ređe je to usled gubitka reprezentativnosti kompanije. U početku ovaj indeks je izražavao prosečnu tržišnu vrednost grupe akcija i izračunavao se tako što se ukupna cena akcija delila brojem akcija koje su činile indeks. Danas se DJIA izračunava tako što se sabiraju cene akcija 30 najvećih industrijskih kompanija (one čine 20% tržišne vrednosti svih akcija u SAD i 25% ukupne vrednosti svih akcija koje se nalaze na listingu Njujorške berze), a zbir se deli deliocem, koji služi za korekciju ako je tokom godine došlo do cepanja akcija:<sup>225</sup>

$$DJIA = \frac{\sum_{t=1}^{30} Pit}{d}$$

gde je:

Pit - cena akcije *i* u vremenu *t*,

*d* - delilac.

Ranije je delilac računat na tri, odnosno na četiri broja, dok je danas on postao osmocifren broj, kako bi se minimizirala odstupanja usled zaokruživanja. Niska vrednost delioca dovodi, s jedne strane, da je ovaj indeks dostigao vrednost oko 4.000 (iako nijedna njegova akcija nema ni približno toliku cenu) i s druge strane, male promene cena akcija rezultiraju znatno većim promenama indeksa. Zbog toga je ovaj pokazatelj pre indeks nego prosek. Postoje četiri Dow Jones indeksa, i to:

1) *Dow Jones Industrial Average - Dow Jones industrijski indeks*, kao što smo već ukazali, prati promene cena akcija 30 vodećih industrijskih kompanija;

2) *Dow Jones Transportation Average - Dow Jones transportni indeks*, prati promene cena akcija 20 vazdušnih, železničkih i kompanija za drumski saobraćaj;

3) *Dow Jones Utility Average - Dow Jones indeks uslužnih kompanija*, prati promene cena akcija 15 kompanija za gas, električnu energiju i ostale vrste energenata i

4) *Dow Jones 65 Composite Average - Dow Jones kompozitni, tj. kombinovani indeks* prati promene cena akcija svih 65 kompanija koje ulaze u sastav triju prethodnih indeksa.

U novije vreme, tačnije 1993.godine ustanovljen je Dow Jones globalni indeks akcija, koji omogućava investitorima da izmere ponašanje svojih portfolija u kojima drže i strane hartije. U indeksu se iskazuju rezultati kretanja cena akcija više od 12 zemalja grupisanih u tri geografska regiona: Severna i Južna Amerika, Evropa i Azija-Pacifik. Planirano je da se vremenom ovim indeksom obuhvate sve zemlje u kojima inostrani investitori mogu da kupuju akcije.

**Value Line Composite Average - Kompozitni indeks tržišne linije vrednosti** prati ponašanje 1.700 običnih akcija kotiranih na Njujorškoj berzi i OTC tržištu, tako da pruža investicione informacije najvećem broju korisnika.

**Nikkei Average - Nikkei indeks** obuhvata 225 akcija najvećih japanskih firmi, koje se kotiraju na Tokijskoj berzi.

---

<sup>225</sup> The Dow Jones Averages, The Educational Service Bureau, Dow Jones & Co. In., New York, 1994., str.17

**Indeksi ponderisani tržišnom vrednošću** dobijaju se stavljanjem u odnos ukupne tržišne vrednosti odabranih firmi, u sadašnjem trenutku, sa njihovom ukupnom tržišnom vrednošću u prethodnom, tj. baznom periodu. Tržišna vrednost se dobija kao proizvod broja emitovanih akcija koje drže investitori (outstanding stocks) i njihovih cena. Podner firme u indeksu determinisan je njenom vrednošću, što znači da kompanije sa većom vrednošću imaju značajniji uticaj na kretanje indeksa. Za razliku od cenovno ponderisanih indeksa, koji zavise samo od cena akcija, vrednost ovih indeksa i njihovih pondera zavisi i od cene i od broja akcija.

Najpoznatiji indeksi iz ove grupe su:

**Standard & Poor's 500 Composite Stock Price Index - S & P 500 kompozitni indeks** datira još iz 1923.godine. Takođe, je tokom vremena imao evolutivne promene. Ovaj indeks predstavlja ponderisanu vrednost akcija 500 najpoznatijih emitenata. Prati kretanje cena akcija 400 industrijskih, 20 transportnih, 40 kompanija koje pružaju javne usluge i 40 finansijskih kompanija. Ove kompanije predstavljaju reprezentativni uzorak celokupne nacionalne privrede SAD. Smatra se da ovaj indeks kao pokazatelj najčešće koriste najveći investitori. Vrednost indeksa izračunava se deljenjem ukupne tržišne vrednosti 500 kompanija sa indeksnim deliocem. Indeksni delioc predstavlja količnik između tržišne i indeksne vrednosti, pri čemu se indeksna vrednost dobija deljenjem tržišne vrednosti i indeksnog delioca. Indeksni delilac omogućava izračunavanje vrednosti indeksa za naredni dan tako što se tržišna vrednost, koja važi za taj dan, podeli njime. Prema podacima za 1992.godinu ovaj indeks je obuhvatao 88 privrednih grana, grupisanih u četiti napred navedena sektora. Posmatrano po sektorima raspored kompanija je bio sledeći: industrija - 385 kompanija, usluge - 45 kompanija, finansije - 55 kompanija i transport - 15 kompanija. Broj kompanija u okviru sektora se menjao u dosadašnjem periodu u skladu sa strukturnim promenama, tj. jačanjem značaja nekih od njih (finansije) i slabljenja drugih (industrija).<sup>226</sup> Da li će neka kompanija biti uključena ili izbrisana iz ovog indeksa zavisi od tačno utvrđenih kriterijuma. Osnovni kriterijumi na osnovu kojih se vrši izbor kompanija za S & P 500 su: a) pripadnost određenoj grani; b) tržišna vrednost kompanije; c) intenzitet trgovanja akcijama na berzama i d) relativna stabilnost u poslovanju kompanije. Kompanije se isključuju iz ovog indeksa u slučaju spajanja i pripajanja, bankrota, prestrukturiranja kompanije i gubitka reprezentativnosti grane.

**New York Stock Exchange Composite Index - Kombinovani indeks Njujorške berze** kvantitativno izkazuje podatke o svim akcijama kojima se trguje na Njujorškoj berzi. Ovde se, takođe, daju podaci o kretanju cena akcija kompanija iz četiri sektora: industrije, javnih službi, transporta i finansija, i to u posebnim indeksima.

**Nasdaq Composite Index - Kombinovani Nasdaq indeks** prati kretanje cena akcija kojima se trguje na Nasdaq tržištu akcija. Po pravilu ovaj indeks je nestabilniji od prethodno navedenih. Osnovni uzrok povećane kolebljivosti leži u slabijem kvalitetu akcija koje se kotiraju na ovom tržištu.

**AMEX Market Value Index - AMEKS-ov indeks tržišne vrednosti** je veoma sadržajan indeks, jer prati ponašanje akcija preko 800 kompanija koje su na listingu na Američkoj berzi. Ovaj indeks, takođe, karakteriše izvesna nestabilnost.

**Russel 2000** obuhvata informacije o akcijama, najmanje dve trećine od 3.000 najvećih američkih kompanija. U ovaj indeks uključen je i veliki broj akcija koje se prvi put nude na prodaju. Sveobuhvatan je ali i vrlo kolebljiv, što je logična posledica prisustva akcija lošijeg kvaliteta. Ovaj indeks nastao je januara meseca 1984.godine, sa ciljem da se

---

<sup>226</sup> S & P 500, 1993 Directory, Volume 5, Standard & Poor's, New York, 1993., str. 25-42

prati kretanje cena akcija manjih kompanija. Da bi akcija bila uključena u indeks njena cena mora biti viša od \$1. Primarni kriterijum na osnovu koga se vrši izbor akcija koje će ući u indeks jeste tržišna vrednost firme.

**Wilshire 5.000** je najobimniji indeks jer obuhvata sve akcije kojima se trguje na berzama i vanberzanskim tržištima širom SAD-a.

Za donošenje dobre investicione odluke neophodno je korišćenje više indeksa, jer se iz jednog indeksa ne mogu dobiti svi podaci neophodni za uspešno investiranje.

Napred navedeni indeksi su pokazatelji koji se koriste na prostoru SAD, gde je ujedno i najrazvijenije tržište kapitala na svetu. Slični indeksi koriste se i u drugim razvijenim zemljama. Neki od tih indeksa prikazani su u sledećoj tabeli.

Tabela 24: Pregled akcijskih indeksa u razvijenim zemljama

Berza	Naziv indeksa	Bazna vrednost	Broj akcija u indeksu
London	FT - SE 100	02.01.1984. = 1.000	100
Pariz	SBF 250	31.12.1990. = 1.000	250
Tokio	TOPIX	04.01.1968. = 100	1.667
Nemačka	DAX	31.12.1987. = 1.000	30
Italija	MIB Historical Index	02.01.1975. = 1.000	321
Amsterdam	CBS All Share Index	1983. = 100	Sve hol. akcije
Beč	WBI	31.12.1967. = 100	110
Švajcarska	Swiss Performance index	01.06.1987. =1.000	376
Hong Kong	All Ordinaries Index	02.04.1986. =1.000	453
Brisel	BEL 20	01.01.1990. =1.000	20

Izvor: FIBV, Statistics 1993., str. 48-49

Kada je reč o indeksima koji se koriste na manje razvijenim tržištima akcija treba reći da se oni razlikuju od napred navedenih indeksa, prevashodno zbog različitosti uslova koji vladaju na njima. Naime, na najvećim berzama kotira se veliki broj akcija, pa je pri izradi indeksa zastupljen princip selekcije akcija, što nikako nije slučaj na manje razvijenim berzama, na kojima se kotira mali broj akcija, tako da i sam indeks obuhvata sve ili najveći deo kotiranih akcija. U tom smislu osnovni cilj ovih indeksa je identifikacija trendova na tržištu akcija i praćenje njene dinamike razvoja. Bitna karakteristika ovih indeksa je i njihova značajna kolebljivost. Radi ilustracije sastavljanja i korišćenja ovih indeksa, u nastavku ćemo prikazati neke od njih:

- **Indeks Varšavske berze** ustanovljen je 16.04.1991.godine. Ovaj indeks je ponderisan tržišnom kapitalizacijom. Trenutno se na Varšavskoj berzi izračunavaju i publikuju sledeći indeksi: 1) WIG 20, koji pripada grupi cenovnih indeksa. Računa se za 20 vodećih kompanija listiranih na Varšavskoj berzi; 2) WIG je indeks prinosa na kapital. Uključuje dividende i prava upisa. Računa se za kompanije listirane na Varšavskoj berzi, ne uzimajući u obzir investicione fondove i strane kompanije; 3) WIRR je indeks ukupnog prinosa. Računa se za kompanije listirane na paralelnom tržištu Varšavske berze i 4) NIFF indeks je cenovni indeks na akcije Nacionalnih investicionih fondova. Odražava tržišnu vrednost 15 NIF akcija.

- **Indeks Praške berze - PX-50** pripada grupi cenovno ponderisanih indeksa. Koristi se za praćenje trendova u kretanju cena akcija. Ovim indeksom obuhvaćene su akcije 50 kompanija sa najvećom kapitalizacijom na Praškoj berzi.

- **Ljubljanski indeks** prvi put je objavljen 20.06.1994.godine. Obuhvata sve akcije koje se kotiraju na Ljubljanskoj berzi. Ovaj indeks prvenstveno se upotrebljava kao pokazatelj razvoja tržišta, a manje kao pokazatelj privrednih kretanja u Sloveniji.

- **Kompozitni indeks Istambulske berze** u upotrebi je od 1991.godine i prati kretanje cena akcija na ovoj berzi. Iz ovog kompozitnog indeksa izvedena su još dva podindeksa. Ovi indeksi nastali su grupisanjem kompanija iz kompozitnog indeksa u dve grupe: jednu čine industrijska i trgovinska preduzeća i za njih važi industrijski indeks, dok drugu grupu čine banke, osiguravajuća društva, holding kompanije i kompanije za lizing i one su obuhvaćene finansijskim indeksom. Sva tri indeksa pripadaju grupi indeksa ponderisanih tržišnom vrednošću.

- **Koreanski kompozitni indeks - KCSPI** sve do 1983.godine izračunavao se kao cenom ponderisan indeks, od kada se počinje sa primenom indeksa ponderisanog tržišnom vrednošću. Ovaj indeks je zadržao stari naziv, ali on odražava ne samo kretanje cena akcija, već i promene u njihovom broju. Obuhvata sve akcije koje se kotiraju na Koreanskoj berzi (693).

- **Brazilski IVB indeks** pripada grupi indeksa ponderisanih tržišnom vrednošću. obuhvata 72 akcije kojima se najviše trguje na berzi Rio de Žaneira. Iz ovog indeksa izvedena su još dva podindeksa: prvi obuhvata akcije 9 državnih kompanija, a drugi uključuje akcije preostalih 63 kompanija koje se nalaze u privatnom vlasništvu.

- **Švajcarski tržišni indeks - SMI** obuhvata tridesetak kompanija čije akcije imaju najveću kapitalizaciju na Ciriškoj, Ženevskoj i Bazelskoj berzi. Ovaj indeks pripada grupi indeksa ponderisanih tržišnom vrednošću. O strukturi indeksa, tj. o uključivanju i isključivanju kompanija iz indeksa odluke donosi posebno telo, tj. komitet.

- **Australijski cenovni indeks** obuhvata akcije 300 kompanija, koje se kotiraju na Australijskoj berzi. Odabrane kompanije predstavljaju 29 privrednih grana i čine 2/3 tržišne kapitalizacije na ovoj berzi. Osnovni kriterijumi za uključivanje kompanije u indeks su tržišna kapitalizacija i intenzitet prometa akcija. Pripada grupi cenom ponderisanih indeksa.

- **Indeks Tajlandske berze** pripada grupi indeksa ponderisanih tržišnom vrednošću. Koristi se za praćenje trendova na Tajlandskoj berzi. Indeks obuhvata 347 kompanija kotiranih na ovoj berzi.

- **Cenovni indeks berze u Rigi** odražava promene cena akcija uključenih u indeks. Naime, on odražava prinos na razlici u ceni i ne uzima u obzir isplate dividendi. Reflektuje opšti trend tržišta kapitala u Letoniji. Metod izračunavanja indeksa obezbeđuje da promene cene svake akcije uključene u indeks imaju podjednak uticaj na kretanje istog.

Iz ove analize jasno se vidi da je za rastuća tržišta akcija karakteristično da imaju indekse koji obuhvataju sve ili većinu akcija koje se kotiraju na tim tržištima.

Uspešnost ili neuspešnost berze ogleda se u tome koliki je promet kapitala na njoj, kakva je stabilnost cena efekata i kolika je stabilnost određene berze. Berza vrlo brzo reaguje na sve promene u privredi, društvu i politici. Ona je veoma osetljiva već i na same nagoveštaje mogućih događanja, zato što reaguje u promenama ponude, tražnje i cene efekata učesnika na berzi. Paralelno sa ovim ističu se i sledeći faktori uspešnosti berze:

- strukturalna neuravnoteženost tržišta, koji je deo ponude i tražnje izvan berzanskog poslovanja,
- stepen slobode tržišta, odnosno visina i broj ograničenja tržišnih zakonitosti,
- stepen racionalnog ponašanja preduzetnika - investitora,
- opšta finansijska situacija u zemlji,
- međusobna povezanost berzi,
- stabilnost ili nestabilnost privrede ( stopa inflacije, kretanje deviznih kurseva, visina kamatnih stopa, visina prosečnog profita, itd.).



### 3.2.3. Suština mehanizma trgovanja na berzi

Na samoj berzi sve izgleda živo, kao u mravinjaku. Na znak zvona i početka rada berze, uključuju se semafori i kompjuteri. Nakon toga počinje trgovina akcijama. Jedni prodaju a drugi kupuju akcije. Na klackalici ponude i tražnje formira se cena akcija. Prema tome, berza se javlja kao centralna institucija ekonomskog mehanizma, preko koje pulsira ukupan privredni život. Ona predstavlja barometar stanja privrede i glavni indikator konjunkturalne nacionalne ekonomije. Preko berze se dobijaju brze informacije o uzletu ili slabljenju konjunkturalne privrede. Ona omogućava vlasnicima kapitala da svoj kapital ulože unosno, a investitorima da dođu do svežeg kapitala.

Trgovina se obavlja dosta dinamično, što je za laika potpuno nerazumljivo. Sporazumevanje se vrši određenim gestima ruku u dvorani, sa tačno utvrđenim signalima, tako npr. otvorena šaka znači prodato, dlan okrenut licu znači kupovinu akcija, itd. Kompanija se označava posebnim gestom dok se brojevi šifriraju prstima. Kada se usklade ponuda i tražnja određene kompanije transakcija je zaključena. To se odmah registruje na posebnoj tastaturi i usmerava u centralni kompjuter, gde se kurs akcija pokazuje na zidnom semaforu. Podaci o transakcijama se sređuju i služe za izračunavanje ukupnog indeksa berzanskog prometa - uprosečenih cena svih akcija na berzi. O obavljenoj transakciji obaveštava se kupac, koji je izrazio želju za kupovinom određene akcije, pri čemu će vrednost posla, uvećan za brokersku proviziju, uplatiti u roku od tri dana. S obzirom da su savremene berze dematerijalizovane, kupac ne dobija akcije u ruke, već dobija potvrdu o vlasništvu, dok akcije ostaju u trezoru, odnosno centralnom depou.

Da bi smo dočarali mehanizam rada berze akcija, poslužićemo se primerom Njujorške berze, kao najveće berze u svetu. Suština ovog mehanizma ogleda se u sledećem:

- Berza se otvara i počinje sa radom u 9,30 a zatvara se u 16 časova, kada se za to oglasi zvono sa podijuma,

- Berza iznajmljuje bokseve, tj. kabine brokerskim kućama koje predstavljaju baze za brokere koji trguju na Berzi. Kada broker dobije nalog za trgovanje iz jedne od brokerskih kancelarija, on ga odnosi do pulta ovlašćenog specijaliste za ovakvu vrstu transakcija,

- Berza istovremeno iznajmljuje prostor specijalisti, koji se javlja u ulozi brokera samih brokera. On vodi listu neizvršenih naloga. Broker - specijalista pomaže da se nalozi za kupovinu i prodaju akcija obave po određenim cenama uz obezbeđenje svih uslova neophodnih za normalno obavljanje trgovine. Ako se javi veliki disparitet u ceni između najviše kupovne i najniže prodajne cene, onda se specijalisti pretvaraju u dilere i za svoj račun kupuju ili prodaju akcije. Na taj način oni omogućavaju stabilizaciju tržišta,

- na jednom pultu može se trgovati samo akcijama jedne kompanije, tako da nikada ne može da se dogodi da se sa akcijama raznih kompanija trguje za jednim pultom,

- berzanski broker može, ali ne mora da koristi usluge berzanskog specijaliste, jer u slučaju korišćenja njegovih usluga mora da plati određenu proviziju za učinjene usluge. Da bi se izbegli ovi troškovi najveći broj transakcija zaključuje se direktno između brokera, koji se u istom trenutku zateknu ispred pulta,

- na monitorima na pultovima teku izveštaji o njihovoj dnevnoj aktivnosti. U njima se daju podaci o akcijama kojima se trgovalo, cenama po kojima su zaključene transakcije i veličini naloga,

- kada se zaključi transakcija, tada izveštač unosi u optički skener kartice osnovne podatke o toj transakciji: simbol akcije, cenu i ime brokera koji je obavio transakciju. Skener ovu informaciju za vrlo kratko vreme prenosi na elektronsku traku,

- potvrda o izvršenoj transakciji dobija se kada broker dostavi podatke o toj transakciji filijali iz koje je nalog potekao. Tada se transakcija smatra zaključenom.

Zbog dinamike i značaja poslova koji se obavljaju na berzama za celokupnu nacionalnu ekonomiju, zakonskom regulativom su zabranjene transakcije koje imaju za cilj neposredan uticaj na ponudu i tražnju, odnosno cenu finansijskih instrumenata i koje su suprotne delovanju tržišnog mehanizma. Takođe, je zabranjeno korišćenje insajder informacija. Istorija berzi poznaje niz oblika manipulacija kojima se planski utiče na trgovinu, radi realizacije profita koji ne odgovara tržišnim uslovima. Ovi mehanizmi nisu ininteresantni samo zbog fame, koju su stvorili i koja još uvek obavlja berze, niti zbog sudbine ljudi koji su inicirali takve transakcije, nego i zbog toga što su doveli do evolucije tržišta ka sadašnjem obiku perfektnog tržišta. Neki od značajnijih oblika manipulacija na berzama su:

- **Fiktivna prodaja (Wash Sale)** koja predstavlja takvu transakciju u kojoj nema promene vlasništva nad finansijskim instrumentom koji se razmenjuje. Vlasnik akcije sporazumeva se sa kupcem da izvrše simuliranu kupoprodaju po ceni koja je iznad preovlađujuće na tržištu. Ovakva transakcija na tržištu stvara privid aktivnosti, tako da može da navede druge investitore na ulaganja, pošto je stvorena iluzija da cena akcije raste. Investitor će platiti akciju po ceni višoj od realne tržišne cene.

- **Suprotni nalozi (Matched Orders)** su oblik uticaja na cene koji vrši investitor istovremenim davanjem naloga za kupovinu i prodaju iste akcije. Nalozi se daju većem broju brokera, tako da se stvara privid trgovine. Svrha ovog tipa transakcija je u tome da se rasprodaju zalihe akcija po višoj ceni od cene po kojoj su kupovane. On može biti usmeren na iniciranje pada cena (Bear market), kada učesnik u trgovini prodaje velike blokove akcija na kredit, prouzrokujući pad cena, a zatim kupuje po nižoj ceni da bi pokrio kratku poziciju. Ovaj mehanizam deluje i kod rastućeg tržišta (Bull market), kada učesnik u trgovini kupuje veliki broj akcija izazivajući rast cena a onda pristupa prodaji zaliha po višoj ceni.

- **Glasine (Rumors and Tips)**, ako su namerno lansirane mogu izazvati rast ili pad cena akcija. Glasine su usmerene na ocenu iz "dobro obaveštenih izvora" da treba kupovati ili prodavati određeni finansijski instrument zbog dobrih poslovnih rezultata, predstojećeg povećanja dividendi, novih poslova, fuzija, itd.

- **Pulovi (Pools)** su posebne formacije koje obrazuju učesnici na tržištu u cilju svesnog uticanja na rast ili pad cena pojedinih akcija. Oni mogu biti stalni karteli ili povremene alijanse, ali su u svakom slučaju dobro organizovani i sa striktnom podelom dužnosti i realizovanog profita.

- **Korner (Corner)** predstavlja kreiranje monopolske situacije u raspolaganju određenim finansijskim instrumentom, tako da ga investitori moraju kupovati isključivo od monopolskog vlasnika i po višoj ceni. Retko kada se korner javlja kao rezultat normalnih okolnosti, jer je najčešće veštačkog karaktera. Formiranje veštačkog kornera ima tri faze: 1) kupovina svih raspoloživih akcija jednog emitenta, 2) kreiranje okolnosti koje izazivaju masovnu prodaju na kredit i 3) kontrola isporuke pozajmljenih akcija koje su prodane na kredit. Korišćenje ovakvih transakcija zabranjeno je na svim dobro organizovanim i razvijenim berzama.

Stohastičko kretanje berze, koje se izražava u nizu posebnih ciklusa rasta i pada cena, najočiglednije je ispoljeno u periodima berzanskih kriza, praćenih naglim slomom cena svih finansijskih instrumenata. Do kriza dolazi, po pravilu, iznenada, na vrhuncu optimističkog tržišta a posledice su visoki gubici običnih investitora - realni ili prividni gubici, koji se izražavaju kao propušteni mogući dohodak, jer akcije koje poseduju u momentu berzanskog kraha postaju bezvredni papiri. Analize sloma berzi ne utvrđuju jednoznačne uzroke. Uzroci sloma pronalaze se u fundamentalnom ekonomskom procesu, prislogiji trgovine ili manipulaciji tržištem. Dva najveća sloma u XX veku desila su se

oktobra meseca 1929.godine i 1987.godine. Panika iz oktobra 1929.godine nastala je na NYSE i bila je uvod u veliku ekonomsku krizu iz 1929-33.godine. Kriza iz oktobra 1987.godine simultano je izbila na svim većim svetskim berzama, ali nije imala za posledicu ekonomsku krizu, iako je ostavila dugoročne negativne efekte na proces realnog investiranja. Prva kriza savladana je, kada je reč o obnavljanju trgovine finansijskim instrumentima, relativno brzo i bez velikog priliva likvidnosti iz kreditnog sistema. Druga kriza dovela je do kreditne intervencije, ali ta intervencija nije imala destabilizujuće efekte u vidu inflacije.

Krizi iz 1929.godine prethodio je ciklus prosperiteta u SAD, koji je rezultirao u veoma visokom investicionom talasu. Zbog očekivanih visokih prinosa, porasle su i cene finansijskih instrumenata. Sredinom 1929.godine došlo je do recesije u privrednoj aktivnosti, praćene velikim padom robnih cena. Očekivanja visokih prinosa su splasnula, ali se zadržala intencija visokog obima aktivnosti berze, sve do kraja oktobra. Pad je bio neminovan i on je i nastao 29. oktobra. Tog dana razmenjeno je 16. 410.000 finansijskih instrumenata, što je dugo bio rekord berze. Kriza je dovela do pada cena finansijskih instrumenata od skoro 50%, za prve tri nedelje trajanja. Dow Jones indeks je pao sa 480 na 300 poena, potencijalni gubici investitora po osnovu pada cena finansijskih instrumenata iznosili su ondašnjih 30 milijardi dolara, a ukupni gubici svih vlasnika hartija od vrednosti u SAD iznosili su oko 100 milijardi dolara.

Kriza koja je izbila 19. oktobra 1987.godine, prema analizama berzanskih institucija, uglavnom je bila rezultat velikog obima prodaje finansijskih instrumenata, uzrokovanog portfolio osiguranjem i programiranom trgovinom. *Portfolio osiguranje* je investiciona strategija koju posebno koriste institucionalni investitori a sastoji se u kombinovanju nerizičnih i rizičnih finansijskih instrumenata u cilju realizacije maksimalnog prinosa portfolija uz smanjeni rizik. *Programirana trgovina* je kompjuterski vođena investiciona strategija, koja ima za cilj realizaciju profita iz razlike između cene derivativnih finansijskih instrumenata i cene dugoročnih finansijskih instrumenata na tržištu kapitala, koji stoje u osnovi derivata. Međutim, neposredni povod krize bila je informacija o neočekivano visokom spoljnotrgovinskom deficitu SAD i odluka Kongresa da ne dozvoli poresko oslobađanje transakcija vezanih za preuzimanje firmi. Tako da je ponedeljak, 19. oktobar 1987.godine, bio možda najgori dan u istoriji tržišta kapitala u SAD. Već prilikom otvaranja trgovine Dow indeks je opao za 508 poena, tj. za 23% uz obim transakcija od 604.300.000 akcija, vrednih nešto manje od 21 milijardu dolara, pri čemu je ostvaren ukupan gubitak od oko 500 milijardi dolara<sup>227</sup> Za nedelju dana od početka ciklusa pada cena do početka izlaska iz krize, Dow Jones indeks opao je sa 2.500 poena na 1.700 poena, tj. skoro za jednu trećinu.<sup>228</sup>

U tom smislu, početkom 1988.godine, u nameri da se spreči pojava novih slomova na berzi, uvedena su ograničenja u vezi sa kompjuterskim programskim trgovanjem i mahanizam zaustavljanja programskog trgovanja ako cene u toku jednog berzanskog sastanka previše padaju. Kada DJIA padne za 250 poena, Njujorška berza prekida trgovanje na jedan sat. Ako se registruje pad od 400 poena, kada ponovo počne trgovina, Berza prekida rad na dva sata, dok tržišta na kojima se trguje finansijskim fjučersima prekidaju trgovanje čim cene akcija padnu za oko 160 poena.

### 3.2.4. Osnovne karakteristike poravnanja i obračunskog sastava na berzi

Obračun (Clearing) i izvršenje, tj. poravnanje (Settlement) kupoprodajnih operacija predstavljaju završnu fazu berzanskog ciklusa. Značaj ovih aktivnosti nikako ne

---

<sup>227</sup> F. K. Reilly, *Investment Analysis and Portfolio Management*. Dryden Press, Chicago, 1989, str. 141

<sup>228</sup> Isto, str. 122

treba podceniti zbog toga što su one manje izložene pažnji javnosti, jer se poslovi obračuna, saldiranja i izvršenja obavljaju u posebnim odeljenjima berzanskih posrednika i u specijalizovanim klirinškim institucijama. Radi se o poslovima koji zahtevaju mnoštvo knjigovodstvenih operacija, različitog stepena automatizacije, koje su po prirodi stvari neinteresantne za investitore.

Obračun i izvršenje obuhvataju proces upoređivanja i potvrde zaključenih kupoprodajnih transakcija na tržištu i njihovo izvršavanje kroz transfer finansijskih instrumenata na račun kupca, a novčanih sredstava na prodavca. Ovaj proces obavlja se na svim segmentima finansijskog tržišta, ali se s obzirom na njegove specifičnosti, razlikuje u pogledu institucionalnih mehanizama, obima transfera rizika i mogućnosti automatizacije. Osnovna funkcija ovog procesa ogleda se u smanjenju transakcionih troškova trgovine i korišćenja mehanizama unutrašnjeg platnog prometa kao mehanizma za transfer novčanih sredstava. S obzirom da se na berzama i OTC tržištu u SAD i drugim razvijenim zemljama dnevno obavlja i po nekoliko stotina miliona transakcija, logično je da se posebna pažnja mora posvetiti sniženju transakcionih troškova. Ako bi se razmenjeni finansijski instrumenti saldirali ručno i transferisali putem kurira ili pošte, to bi imalo za posledicu da se berza sastaje jedanput godišnje ili čak i ređe. Npr. iz prakse Njujorške berze poznato je da je krajem 60-ih godina dolazilo do reduciranja vremena dnevne trgovine i obustavljanja rada petkom, kako bi se nagomilane transakcije saldirale.<sup>229</sup>

Radi ilustracije procesa obračuna, saldiranja i izvršenja na tržištu kapitala uzećemo primer SAD, sa tipičnom infrastrukturom (tržište kapitala posmatra se sa stanovišta institucionalne organizacije kao centralizovano, tj. berzansko tržište i decentralizovano, odnosno OTC tržište) i sa izvršenom najznačajnijom konceptualnom evolutivnom promenom u ovoj oblasti, tj. dematerijalizacijom finansijskih instrumenata.

Transakcija koja se zaključi na berzi ima obavezujući karakter za učesnike na njoj u svim aspektima i bez ograničenja. Međutim, transakcije se zaključuju veoma sažetim jezikom, tj. gestovima i bez mogućnosti detaljnije kontrole ugovorenih obaveza. Zbog toga je neophodno potvrditi trgovinu, tj. osigurati tačnost i mogućnost izvršenja ugovorne obaveze. To podrazumeva identifikaciju ugovornih strana, tipa i količine finansijskih instrumenata, koji su predmet berzanskih transakcija, njihovih cena i datuma izvršenja. Zahvaljujući postojanju berzanskih standarda ovaj posao je olakšan. Naime, nakon zaključenja konkretne transakcije brokeri kupca i prodavca dostavljaju svoje liste trgovine na obradu pomoćnim službama, koje formalizuju ovu transakciju. Podaci o svim međusobnim transakcijama šalju se drugom učesniku u trgovini na potvrdu i izvršenje. Istovremeno, obaveštava se i davalac naloga da je njegov nalog izvršen, uz preciziranje prava i obaveze, koje on ima prema berzanskom posredniku. U početnom razvoju tržišta, izvršavanje zaključenih transakcija između učesnika u trgovini vršeno je fizičkom predajom hartija za gotovinu. Jedino u slučaju da su davaoci naloga za kupovinu, odnosno prodaju bili klijenti istog berzanskog posrednika, onda takvog transfera nije bilo.

Na razvijenim finansijskim tržištima postoje posebne institucije koje vrše obračun i izvršenje transakcija. Reč je o klirinškim kućama i depo institucijama. Na tržištu kapitala može postojati jedna ili više ovakvih institucija u zavisnosti od obima trgovine i geografskih karakteristika. Npr. u SAD postoje, ne samo posebne klirinške institucije pri većim regionalnim berzama, nego postoje i institucije specijalizovane za kliring dugoročnih državnih obveznica, hipotekarnih hartija od vrednosti, kao i za akcije, korporativne obveznice i municipalne obveznice. Paralelno sa ovim postoje i posebne regionalne depo institucije, kao i one koje su specijalizovane prema tipu instrumenata, tj. za drugoročne državne obveznice, za hipotekarne hartije i za akcije, korporativne i municipalne obveznice. Klirinške institucije koriste se prednostima saldiranja međusobnih

---

<sup>229</sup> R.J. Teweles, E.S. Bradley, *The Stock Market*, John Wiley, New York, 1987., str. 272

obaveza učesnika u trgovini i transferu salda hartija, odnosno novčanih sredstava na učesnike, čime se proces izvršavanja transakcija čini jednostavnijim, efikasnijim i jeftinijim. Kliring hartija od vrednosti prvi put je uveden u praksu Fransfurtske berze 1867.godine, a u SAD na Filadelfijskoj berzi 1870.godine.<sup>230</sup>

Obračunski ciklus na američkom tržištu traje tri radna dana od dana zaključenja transakcija. Reč je o izvršenju koje je poznato pod nazivom regularan način (Regular Way). Ako se transakcija izvršava sutradan po njenom zaključenju, radi se o izvršenju sledećeg dana (Next Day Settlement). Ova vrsta izvršenja karakteristična je za novčano tržište i tržište derivata. U slučaju da se na berzi ili OTC tržištu finansijski instrumenti prodaju za gotovinu onda je reč o izvršenju istog dana (Day Settlement), kakav je slučaj kod plasmana akcija korišćenjem prava preče kupovine. Međutim, na tržištu kapitala može postojati i duži rok izvršenja, tj. rok od 60 dana i javlja se na zahtev prodavca, kada on ne može da isporuči prodatu hartiju na regularan način.

Način organizacije obračunskog ciklusa razlikuje se prema stepenu razvoja tržišta kapitala i podložan je stalnom usavršavanju. Najprostiji oblik organizacije obračunskog ciklusa je fizički transfer finansijskih instrumenata, razvijeniji oblik je mehanizam imobilizacije finansijskih instrumenata a najrazvijeniji je zasnovan na dematerijalizaciji finansijskih instrumenata. Osnovni subjekti obračunskog ciklusa zasnovanog na imobilizaciji finansijskih instrumenata su klirinške kuće (obavljaju aktivnosti saldiranja i izvršenja i vode račune hartija od vrednosti berzanskih posrednika), depo institucije (drže u depou hartije od vrednosti) i berzanski posrednici - brokerske i dilerske institucije (vode račune hartija od vrednosti i novčanih sredstava investitora). Umesto međusobne konfirmacije zaključene transakcije, berzanski posrednici istog dana šalju notifikacije klirinškoj kući, koja ih upoređuje. Ukoliko su podaci saglasni, berzanskim posrednicima se šalje instrukcija o izvršenju, sa datumom izvršenja. Ako podaci nisu saglasni, berzanski posrednici se upućuju na usaglašavanje u toku trajanja ciklusa obračuna. Ali sa razvojem automatizacije trgovine, klirinške kuće primaju podatke od strane kompjuterskih centara berzi i OTC tržišta koji su već upoređeni i potvrđeni.

Klirinške kuće omogućavaju supstituciju učesnika u trgovini. Naime, odnos kupca i prodavca se modifikuje u odnos prodavac - klirinška institucija i klirinška institucija - kupac. Prodavac prodaje hartije po ugovorenoj ceni klirinškoj kući, a kupac kupuje po istoj ceni od klirinške kuće. Na taj način, klirinške kuće se javljaju u ulozi garanta izvršenja transakcija.<sup>231</sup>

Obračunska institucija vrši kontinuirani multilateralan i multiemisioni kliring dnevnih transakcija svih učesnika, tako da se ukupna dnevna trgovinska aktivnost svakog učesnika svodi na saldo operacija sa svakom pojedinačnom hartijom. Ako je berzanski posrednik više kupio nego što je prodao određene hartije, on će morati da transferiše novčani ekvivalent obrčunskoj instituciji. U obrnutom slučaju, on ovoj instituciji transferiše saldo hartija od vrednosti. Naime, ovaj saldo hartija dalje se transferiše depo instituciji, kao knjigovodstveni input i ona vrši odgovarajuće korekcije na računima hartija od vrednosti berzanskog posrednika. Uslov za upisivanje promene vlasništva, koja je nastala kao rezultat trgovine od strane depo institucije, jeste da berzanski posrednici kod nje imaju otvoren račun hartija od vrednosti, tj. da ona imobilizuje hartije ( u američkom slučaju imobilizuju se sertifikati o vlasništvu konkretne hartije). To znači, s druge strane, da klijenti moraju staviti berzanskom posredniku na raspolaganje hartije koje nameravaju da prodaju. Pored funkcija, koje imaju u trgovini hartijama od vrednosti, depo institucije

---

<sup>230</sup> Isto, str. 276

<sup>231</sup> Kohn, M., Financial Institutions and Markets, McGraw Hill, New York, 1994., str. 467

obično vrše i funkcije čuvanja hartija, isplate kamata i dividendi, koje se odnose na hartije koje čuvaju, zalaganje hartija koje su im poverene po nalogu vlasnika, i dr.<sup>232</sup>

Proces izvršavanja transakcija, iako u institucionalno-tehničkom smislu pod strogom kontrolom berze, nije imun na rizike. Osnovni tipovi rizika s kojima se učesnici suočavaju jesu: rizik likvidnosti, rizik solventnosti i tržišni rizik. Ako jedan od učesnika nije u stanju da izvrši obavezu usled nelikvidnosti, klirinška kuća produžava ciklus izvršenja za naredni regulatorni period. Isti je slučaj i ako učesnici imaju otvorene pozicije na kraju obračunskog ciklusa, ali u svakom slučaju kliring vrši korigovanje vrednosti neizvršene transakcije novom tržišnom vrednošću nesaldiranog finansijskog instrumenta i drugom učesniku se nadoknađuje razlika u ceni.<sup>233</sup> Ukoliko je razvijen mehanizam pozajmljivanja hartija od strane učesnika u trgovini, rizik likvidnosti se može lakše relativizovati. Kada je reč o nesolventnosti jednog od učesnika i kad postane jasno da transakcija ne može biti izvršena, rizik preuzima sama klirinška kuća, koja na otvorenom tržištu kupuje ili prodaje finansijske instrumente u nameri izvršenja transakcija, umesto učesnika koji je insolventan. Da bi mogla da snosi rizik, klirinška kuća obično formira rezervni fond putem doprinosa učesnika, u cilju finansiranja eventualnih gubitaka. Tržišni rizik vezan je za raličite periode saldiranja finansijskih instrumenata na različitim segmentima finansijskog tržišta. Ako investitori imaju otvorene pozicije na više segmenata finansijskog tržišta, očekujući da će procesi saldiranja pokriti jedni druge, može se dogoditi da iznenadne promene na jednom segmentu tržišta prouzrokuju nemogućnost saldiranja na drugom segmentu tržišta. Ova situacija postojala je, na primer, u toku velikog sloma finansijskih tržišta, oktobra 1987.godine.

Sistem obračuna i izvršenja baziran na imobilizaciji hartija od vrednosti, iako racionalizuje ovu fazu berzanskog ciklusa, prenoseći delimično operacije sa hartijama na knjigovodstvene operacije, ne ukida postojanje papirnih, tj. materijalnih finansijskih instrumenata. Stoga on još uvek zahteva niz operacija koje uključuju fizički transfer hartija, što nosi opasnost zloupotreba (operacionalni rizici), odnosno krađa. Ove slabosti, mada je u odnosu na sistem fizičkog transfera hartija sistem imobilizacije daleko savršeniji, mogu se otkloniti samo ukidanjem materijalnog oblika hartija i njihovog pretvaranja u proste knjigovodstvene zapise. Reč je o procesu koji je poznat pod nazivom dematerijalizacija finansijskih instrumenata.

Dematerijalizacija finansijskih instrumenata danas je uglavnom ostvarena u potpunosti na tržištu novca i tržištu derivata, dok se to još ne može reći za tržište kapitala. U procesu dematerijalizacije finansijskih instrumenata na tržištu kapitala do sada su najbolji rezultati ostvareni na tržištu kapitala Francuske i Danske. Dematerijalizacija dugoročnih hartija od vrednosti uvedena je u Francuskoj 1983.godine. Ona obuhvata, kako kreiranje finansijskih instrumenata (primarno tržište kapitala), tako i njihov promet (sekundarno tržište). Osnov sistema je delatnost centralne depo i klirinške institucije, SICOVAM, čiji su vlasnici Centralna banka, Asocijacija kreditnih ustanova, Asocijacija akcionarskih društava i Berza. Članovi ove institucije, koji njenim posredstvom obavljaju operacije vezane za transfer hartija, su emitenti hartija od vrednosti i finansijski posrednici. Članovi su obavezni da kod SICOVAM -a vode tekuće račune za sledeće hartije: emitenti za hartije na ime a finansijski posrednici za hartije na donosioca i hartije na ime, poverenih na upravljanje. Vlasnici hartija vode svoje račune kod emitenata i to za hartije koje glase na ime, odnosno kod finansijskih posrednika za druge vrste hartija. S obzirom da emitenti mogu izdavati i hartije na ime i hartije na donosioca, SICOVAM je dužan da im pruži podatke o distribuciji hartija na donosioca, pre održavanja skupštine akcionara, kako bi mogli da sagledaju distribuciju vlasništva. Svaka emisija dugoročnih hartija direktno se

<sup>232</sup> Reddy, T. M., *Securities Operations*, NY Institute of Finance, New York, 1990., str. 123-126

<sup>233</sup> Weiss, D. M., *After the Trade is Made*, NY Institute of Finance, New York, 1986., str.312

upisuje na računu emitenta kod SICOVAM-a, a vlasnici hartija posle prodate emisije od strane ovlašćenih posrednika registruju se u knjigama emitenta, bez obzira što mogu poveriti ove hartije na čuvanje berzanskim posrednicima. Kod berzanskih posrednika upisuje se vlasništvo nad hartijama na donosioca. Transfer vlasništva hartija na ime obavlja se preko računa berzanskih posrednika kod SICOVAM-a, njihovim privremenim knjiženjem, kao hartija poverenih na upravljanje, da bi se posle izvršenja transakcija vlasništvo knjižilo na računu emitenta.

Pored aktivnosti upravljanja hartijama od vrednosti, koja pored registracije vlasništva obuhvata i alokaciju registracionih kodova hartija, čuvanje i isplatu kamata i dividendi, SICOVAM obavlja i funkciju obračuna i izvršenja operacija trgovine hartijama od vrednosti. On utvrđuje salda obračunatih transakcija i prenosi ih na račun članova - berzanskih posrednika. Knjiženje promene na računu berzanskog posrednika kod SICOVAM-a predstavlja operaciju izvršenja transakcija, odnosno zatvaranje berzanskog ciklusa.

Analizom eksperata iz oblasti finansijskog tržišta utvrđeno je da treba očekivati sledeće promene na njima:<sup>234</sup>

- masovnije uključivanje Interneta u finansijske poslove, što znači da tržišta postaju samo deo šire industrije koja organizuje komercijalno povezivanje i posredovanje. Drugim rečima, spajanje ponude i tražnje će biti mnogo složenije u budućnosti, što će usloviti povećanje kompleksnosti parametara. Sistemi povezivanja će biti ključni faktor, tako da će poslovi upravljanja kontaktima i izvršenja ugovora doživeti veliku ekspanziju;
- nove tehnologije će biti u funkciji boljeg povezivanja emitenta i vlasnika hartija, povezivanja kupaca i prodavaca, kao i u procesu saldiranja i kliringa. To predstavlja veliki izazov za berze, uprkos snižavanju visokih fiksnih troškova, koje sa sobom nosi primena visoke tehnologije;
- sve više će rasti tražnja za besplatnim informacijama sa berze, dok će servisi biti sve kompleksniji i skuplji. Promeniće se odnosi i broj učesnika u lancu formiranja vrednosti. U tom kontekstu polje konkurentnosti se pomera u pravcu arhitekture sistema. Za posledicu i regulativa i kontrola će biti sve komplikovaniji. Složene usluge berzi, moraće da budu podjednako jeftine ili besplatne, sa izuzetkom novih servisa i to u njihovoj prvoj fazi;
- regulativa u ovoj oblasti zaostaje za praksom, kreirajući brojne probleme. Neki od eksperata smatraju da će slobodno tržište odneti pobedu i da će i dalje biti regulatornih arbitara između tržišta. Tehnologija će smanjiti troškove regulative vezanih za listing i dostavljanje podataka. Evropa će morati da ubrza proces izgradnje regulative, zato što su neke od ključnih promena arhitekture ostvarene uvođenjem evra, tako da su krupne reorganizacije na pomolu;
- kada je reč o novim rešenjima u poslovanju berzi, jedno je demutualizacija. Privatan status rešava konflikt prioriteta između berze i posrednika, kao i između samih posrednika. Zahvaljujući demutualizaciji otklanja se limitiranost pristupa tržištu i berzama se obezbeđuje disciplina korporativnog okruženja, orijentisanog na profit;
- svest o sopstvenom interesu berze u kontekstu održanja integriteta tržišta mora da se poveća;
- neophodna je demistifikacija rada berze i povećana aktivnost u javnim kampanjama i u vladinim edukativnim programima o radu berzi;
- spajanja i akvizicije će i dalje delovati u pravcu podizanja tehnološkog nivoa berzi uz istovremeno omogućavanje komplementarnosti aktivnosti, tj. prednosti

---

<sup>234</sup> FIBV Annual Meeting 1998., Kuala Lumpur, October 1998., Paris, FIBV

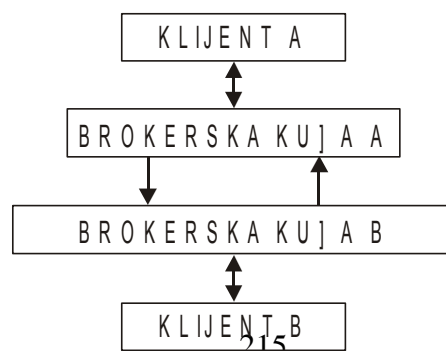
različitih tržišta, kao i u pravcu proširenja ponude proizvoda i smanjenja fiksnih troškova berzi;

- usled spajanja i formiranja alijansi i usled rastuće konkurencije brzina promena se uvećava, tako da treba očekivati smanjenje broja berzi, tj. da će opstati samo one berze koje imaju najbolja rešenja.

### ***3.3. Značaj vanberzanske trgovine za celovit razvoj finansijskih tržišta***

U razvijenim tržišnim privredama koje imaju razvijeno berzansko trgovanje postoji i dosta razvijeno vanberzansko trgovanje hartijama od vrednosti. Trgovanje se odvija legalno pored berzi. Naziv ovog tržišta dolazi iz američke prakse, jer su nekada hartije od vrednosti bile prodavane i preko bankarskih šaltera (The-over-the-counter). Danas je to tržište specijalizovano za dugoročne finansijske instrumente, koji nisu primljeni u listing na berzama, zato što emitenti ne ispunjavaju kriterijume berze ili ne žele kotaciju (ako je akcionarsko društvo zatvoreno za nove članove, ako menadžment ne želi da bude izložen mogućnosti smene putem otkupa preduzeća na berzi od strane novih vlasnika, ako preduzeće nema transparentne podatke o poslovanju, itd.). U nekim privredama, kao što je SAD, vanberzansko trgovanje dugoročnim instrumentima je po obimu veće od berzanskog prometa tim istim instrumentima.

Pod vanberzanskim trgovanjem se podrazumevaju sve operacije dugoročnim hartijama od vrednosti koje se odvijaju izvan zvanične berze, odnosno van berzanskog pulta. Ovde nema sala za trgovanje, ne postoji tačno određeno mesto gde bi se susretale ponuda i tražnja za efektima. Na ovom tržištu dileri i brokeri u direktnim kontaktima, koristeći telefone, telefakse, kompjutere i dr. stupaju u direktnu vezu i vrše kupovinu odnosno prodaju efekata. Obaj oblik trgovine je indirektno pod regulativom, koja se odnosi na berze. U SAD sinonim za ovo tržište je Nacionalno udruženje dilera hartijama od vrednosti (NASD - National Assotiation of Securities Dealers inc.), koje je povezano sa elektronskim sistemom kotacije (NASDAQ) na kome se u svakom trenutku mogu naći cene po kojima se nude ili traže pojedini finansijski instrumenti. Svaki od dilera može trgovati nizom finansijskih instrumenata i obavezan je da ih po ponuđenoj ceni kupi ili proda. Slobodan je ulazak novih dilera u sistem, ukoliko je njihova cena konkurentna. Konkurencija svodi raspon cena ponude i tražnje na veoma malu marginu. Ovaj sistem kotacije je, međutim, samo sistem za kotiranje kurseva, a stvarne transakcije realizuju se direktnim odnosom sa dilerima i brokerima.





## Shema 21: Vanberzansko trgovanje

Na vanberzanskom tržištu trguje se različitim oblicima hartija od vrednosti, kao što su hartije velikih i poznatih kompanija, vlada, malih kompanija, banaka, inostranim hartijama, itd. Npr. na OTC tržištu u SAD nalaze se akcije takvih kompanija kao što su: Apple Computer, Intel, Lotus Development, MCI Communications, Microsoft, itd, bez obzira što ove kompanije itekako ispunjavaju sve uslove za ulazak na listing berze.

U vanberzanskoj trgovini mogu da učestvuju sledeće institucije:

- brokerske i dilerske kuće,
- investicione banke,
- firme koje se bave garantovanjem ili distribucijom novih emisija hartija od vrednosti,
- kuće specijalizovane za trgovanje obveznicama,
- ostale institucije koje imaju dozvolu da se bave ovim poslovima.

Na vanberzanskom tržištu trguje se na principu dogovaranja i sporazumevanja oko cena, za razliku od čisto berzanskog trgovanja, koje se odvija na principu aukcije. Prijem naloga za kupovinu ili prodaju efekata isti je kao i kod berzanskog poslovanja. Trgovanje se može odvijati preko brokera ili preko dilera. Ako jedna firma radi kao market mejker, trgovina se vrši jednostavno po principu tekućih kotacija, koje daje firma. Ako firma poseduje akcije koje su predmet trgovine, tada se bira neka od nekoliko firmi koje trguju sa tim akcijama, te će se zaključiti transakcija sa firmom koja nudi najpovoljniju kotaciju. Na vanberzanskom tržištu može da se trguje i na tzv. "trećem tržištu" na kome se trguje sa akcijama koje se nalaze na listingu berze. U nekim privredama, članovima berze je zabranjeno da izvršavaju naloge van berze. Vanberzanska tržišta izdaju specijalne dnevne izveštaje sa dnevnim pregledom cena na njima. Ovi izveštaji se ne objavljuju javno, već se dostavljaju brokerskim kućama, koje su izvršile pretplatu na ovu publikaciju. Ovi izveštaji im služe kao važan indikator i informator o tome šta se događa sa cenama finansijskih instrumenata na vanberzanskom tržištu.

Prema tome, uspešno funkcionisanje finansijskog tržišta moguće je jedino ako svaki njegov segment doprinosi sinhronizaciji i uspešnom delovanju celokupnog finansijskog tržišta, jer samo u tom slučaju ono daje maksimalne efekte na privredni razvoj zemlje.

## ČETVRTI DEO

### MOGUĆI PRAVCI RAZVOJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA U JUGOSLAVIJI

Finansijsko tržište nije neka novina u finansijskoj praksi Jugoslavije. Naime, ideja o uvođenju finansijskog tržišta javila se tridesetih godina XIX veka na području mlade Srbije. Beogradska berza osnovana je 21. novembra 1894.godine. Berza je vrlo uspešno funkcionisala sve do početka Drugog svetskog rata kada je prestala da radi, dok je 1953. godine zvanično zatvorena. Gotovo pola veka kasnije, tj. 1989.godine formirano je Jugoslovensko tržište kapitala - Beograd, koje od 1992.godine radi pod nazivom Beogradska berza. Dug period odsustva ove institucije iz našeg finansijskog sistema uslovio je gubitak bogatog iskustva i znanja iz ove oblasti.

Da bi se sagledali pravci razvoja kojima finansijsko tržište u Jugoslaviji može da se kreće na svom razvojnom putu, neophodna je vrlo kompleksna analiza svih elemenata, tj. segmenata koji čine finansijsko tržište, kao organsku celinu, ali i svih faktora koji omogućavaju njegov nesmetan rad. Naime, globalni milje za funkcionisanje finansijskog tržišta predstavlja privredni sistem Jugoslavije sa svim njegovim ključnim performansama i specifičnostima. Infrastruktura finansijskog tržišta pokazuje kakav je fundament, tj. osnova za njegovu dalju izgradnju i nadgradnju. S druge strane, bogatstvo tržišnog materijala odslikava širinu i dubinu finansijskog tržišta. Tek nakon sagledavanja dostignutih rezultata u napred navedenim sferama ekonomskog života zemlje i finansijskog tržišta, sagledavanjem i korišćenjem iskustava iz zemalja sa razvijenim finansijskim tržištima, kao i zemalja kod kojih se finansijska tržišta nalaze u razvoju, a uz uvažavanje osobenosti našeg privrednog sistema moguće je učiniti pokušaj u predviđanju pravaca u daljem razvoju jugoslovenskog finansijskog tržišta.

#### ***4.1. Privredni sistem Jugoslavije kao ambijent za razvoj finansijskog tržišta kod nas***

Ključna odrednica privrednog razvoja svake zemlje je njen privredni sistem, jer on predstavlja ekonomski milje u kome se ta privreda razvija. On u stvari može da stvori prostor i klimu u kome će se privreda brže razvijati ali isto tako može biti prepreka i kočnica uspešnom privrednom razvoju, tako da u nekim slučajevima nacionalna privreda, zbog nekonzistentnosti privrednog sistema, može da zapadne u velike teškoće. Bez obzira na specifičnosti privrednog sistema svake zemlje, postoji niz komponenti koje su zajedničke za sve njih. Najznačajnije komponente su: 1) dominantan oblik svojine nad

sredstvima za proizvodnju; 2) sistem upravljanja privredom i donošenja odluka; 3) sistem proširene reprodukcije, tj. odnosi u raspodeli, sistem prikupljanja akumulacije i njenog plasmana, način alokacije investicija, itd. i 4) metode i mehanizmi koordinacije u povezivanju ekonomskih subjekata i regulisanju njihovih međusobnih odnosa.

"Doterivanje" privrednog sistema i njegovo usklađivanje sa novonastalim uslovima bilo je u prethodnoj Jugoslaviji (SFRJ) na pretek. Privredni sistem koji je u suštini bio isti, menjan je u proseku na svake tri godine.<sup>235</sup>

Među autorima postoji saglasnost da su sledeće tri promene imale ključnu ulogu:

- prelazak na samoupravni sistem (26.06.1950.godine);
- privredna reforma iz 1965.godine i
- promovisanje sistema dogovorne ekonomije 1971.godine (donošenjem amandmana), odnosno 1974.godine, kada je donet novi ustav.

Izdvajanje ova tri momenta značajno je iz razloga jer je 1950.godine učinjen pokušaj da se privredni i ukupni društveni razvoj odvija drugačije nego u drugim socijalističkim zemljama. Reforma iz 1965.godine je značajna jer je to jedini pokušaj uvođenja tržišnih zakonitosti u privredni razvoj zemlje. Međutim, ovaj najveći privredno-sistemski zahvat trajao je najkraće, jer od ove reforme odustalo se već 1967.godine. Promene učinjene 1971. godine i 1974.godine po svojim dalekosežnim posledicama predstavljale su uvertiru u raspad bivše SFRJ.

Pored ovih krupnih promena, privredni sistem je od nastanka socijalističke Jugoslavije do njenog raspada, trpeo promene koje su ponekad imale ekonomski zanačaj, dok su češće bile političko-propagandnog karaktera. Tako je npr. 1954.godine uveden sistem dobiti, koji je živio veoma kratko, jer je već 1957.godine zamenjen sistemom dohotka, koji je sa izvesnim modifikacijama opstao veoma dugo. Tokom 1961.godine sprovodi se mini privredna reforma i to u oblasti monetarno-kreditne politike. 1963.godine donosi se novi ustav, kojim se najavljuju mere decentralizacije u raspolaganju dohotkom, što je bilo uporište privredne reforme iz 1965.godine. Tokom 1967., 1968. i 1969.godine vrše se promene u domenu raspodele, cena i dalje decentralizacije odlučivanja o sticanju i raspodeli dohotka. Amandmanima iz 1971.godine nastavlja se sa daljom decentralizacijom privrede i njenim atomiziranjem na osnovne organizacije udruženog rada, kao osnovne ekonomske ćelije. Ovaj kurs još više se potvrđuje ustavom iz 1974.godine i Zakonom o udruženom radu iz 1976.godine, pri čemu se naglasak stavlja na usavršavanje samoupravljanja, tj. samoupravnog sporazumevanja i dogovaranja u privrednim i vanprivrednim organizacijama, dok sa druge strane dolazi do značajnog jačanja pozicija republika u regulisanju ukupnog procesa reprodukcije. Međutim, sve ove promene ne samo da nisu dovele do pozitivnih kretanja u privredi i društvu, već naprotiv one su ubrzale pogoršanje stanja u privredi i razgrađivanje privrednog sistema, tako da je pod teretom vrlo nepovoljnih privrednih tokova početkom 80-ih, tj. 1983.godine donet Dugoročni program ekonomske stabilizacije. Međutim, tek sa novim ustavnim amandmanima iz 1988.godine stvaraju se uslovi za dublje privrednosistemske promene, ali na žalost i za raspadanje Jugoslavije. Ovaj osvrt u privredno-sistemsku prošlost neophodan je iz više razloga.<sup>236</sup> Prvi je što su posledice po privredni razvoj toga sistema prisutne još uvek. Drugo, taj privredni sistem je mogao da postigne veće rezultate da nije bio okovan ideološkim dogmama. I treće, proučavanje ovog sistema sa odgovarajuće vremenske distance pokazalo bi, verovatno, da je u njemu bilo i dobrih rešenja, koja nisu dala rezultate zbog opšteg ambijenta.

---

<sup>235</sup> Marsenić V. Dragutin, Jovanović-Gavrilović Biljana, Rikanović Gojko, *Ekonomika Jugoslavije - kritičko suočavanje sa krizom*, Beograd, 1992., str. 64

<sup>236</sup> Arandelović, M. Zoran, *Ekonomika Jugoslavije u novim uslovima*, ECPD, Beograd, 1995., str. 122

Od raspada bivše Jugoslavije do današnjih dana privredni sistem SRJ nalazio se u vrlo nezavidnoj situaciji. Splet događaja bio je nemilosrdan. Preživeli smo rat u okruženju ( Hrvatska i Bosna i Hercegovina), desila nam se neviđena hiperinflacija 1993.godine ( druga po intenzitetu ikad zabeležena inflacija u svetu)<sup>237</sup>, živeli smo u ekonomskoj izolaciji zbog Sankcija uvedenih od strane Ujedinjenih nacija i kao vrhunac ovih događanja preživeli smo i NATO agresiju tokom 1999.godine. Posledice ovih događaja su katastrofalne. Došlo je do drastičnog pada, kako društvenog bruto proizvoda, tako i nacionalnog dohotka *per capita*, ekonomska snaga i konkurentska moć mnogih preduzeća su uništeni, broj nezaposlenih je drastično povećan, inflacija i pored preduzimanja brojnih mera je konstantno prisutna, devizni kurs je nestabilan, štednja stanovništva, kao osnovni izvor depozita i kapitala, je uništena, moralne vrednosti su prilično narušene, itd. Ali od jadikovanja nema pomoći, jer ako želimo da uspemo nismo previše da se osvrćemo za sobom već moramo ići napred, što nikako ne znači da ne trebamo realno da sagledamo situaciju.

I pored veoma lošeg stanja naš privredni i celokupan društveni sistem nalaze se u tranziciji. Tranzicija postsocijalističkih društava nije slobodno izabrana solucija daljeg razvoja, već nužna posledica urušavanja sistema koji više nije bio u stanju da obezbeđuje svoj dalji razvoj.<sup>238</sup> Neuspeh "socijalističkog eksperimenta" prinudio je bivše socijalističke zemlje da pokušaju slediti danas razvijena demokratska društva sa tržišnom privredom, kao najefikasnijim oblikom privređivanja pri sadašnjem nivou proizvodnih snaga. Njihova tranzicija i jeste prelazna etapa od<sup>239</sup>: 1. monističkog u pluralističko društvo, 2. političkog u ekonomsko društvo, 3. zatvorenog u otvoreno društvo, 4. partijske države u pravnu državu, 5. "svesnog poretka" u "spontani poredak", 6. centralizovanog, tj. globalnog monopola u "konkurentski poredak", 7. centralno-planske privrede u tržišnu privredu. U svim zemljama koje se nalaze u tranziciji nije sporan njen cilj, međutim, način kretanja ka tom cilju, tj. program i algoritam tranzicije za svaku od tih zemalja stvara ogromne probleme. Ako uz ove konstatacije imamo u vidu činjenicu da i najrazvijenije zemlje tržišne privrede prolaze kroz velike transformacije, onda se i cilj tranzicije javlja kao vrlo dinamična i stohastična varijabla. Naime, socijalizam kao društveno-ekonomski poredak nije propao zbog cilja kome je težio, već zbog načina i sredstava kojima je nastojao da realizuje ciljeve.

Profesor *Marsenić* smatra da je tranzicija radikalno i takoreći jednokratno napuštanje starog ekonomskog sistema i veoma usporeno i postupno nastajanje novog.<sup>240</sup> Sa stanovišta dinamike privrednog rasta i razvoja to je imalo za rezultat bar dve posledice. Prvo, pokazalo se da ona protiče uz negativan privredni rast, tj. da su ekonomije u tranziciji doživljavale takozvanu tranzicionu recesiju, koja je obično trajala oko pet godina. S druge strane, tranzicija je otkrila da su bivše socijalističke zemlje bile manje razvijene, nego što se do tada za njih mislilo.

Profesor *Đuričin* ističe da je tranzicija neevolutivni prelazak socijalizma u kapitalizam, koji otpočinje odustajanjem od tzv. "socijalističke paradigme".<sup>241</sup> Osnovni problem socijalističke paradigme u ekonomskoj sferi je imanentna neefikasnost, koja ima i

---

<sup>237</sup> Hiperinflacija u Jugoslaviji trajala je 25 meseci, prosečna mesečna stopa inflacije iznosila je 615,9%, najveća mesečna stopa inflacije bila je 3,3 (10)<sup>8</sup>, ukupna stopa inflacije zabeležena je na nivou od 2,35(10)<sup>21</sup>.

<sup>238</sup> Sekulović Marko, Deset godina tranzicije postsocijalističkih privreda, Ekonomske teme 1-2, Ekonomski fakultet, Niš, 1999., str. 93

<sup>239</sup> Sekulović Marko, Deset godina tranzicije postsocijalističkih privreda, op. cit. str. 94

<sup>240</sup> Marsenić V. Dragutin, Akumulacija, investicije i tranzicija, Zbornik radova: Investiciono odlučivanje u uslovima tranzicije, Priština, 1999., str.19

<sup>241</sup> Đuričin Dragan, Sistemske, tranzicione i interne pretpostavke transformacije privrede, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000., str.9

značajne političke posledice. U pitanju je potvrda da društveni odnosi uspostavljeni socijalističkom revolucijom nemaju trajni i samoregulišući karakter. U socijalističkom privrednom modelu ekonomija je "sluškinja" politike, jer je socijalistička privreda pojedinačne ciljeve zamenila kolektivnim, preduzetničku diskreciju politikom a menadžment komandovanjem. Loše kodiran privredni model ne može da dovede do zdrave motivacije, tako da je odsustvo motivacije glavni sistemski defekt socijalističkog privrednog modela. Rani simptomi ekonomske krize socijalizma bili su vezani za zaostajanje u produktivnosti u odnosu na kapitalističke privrede, a pozni su vezani za "proizvodnju gubitaka". Karakteristične posledice socijalističke paradigme na ekonomsku politiku su meko budžetsko ograničenje i direktan administrativni i politički pritisak na privredne subjekte, dok su karakteristične posledice kapitalističke paradigme čvrsto budžetsko ograničenje i indirektan administrativni pritisak kroz visoko kodifikovanu regulativu.

U dosadašnjem toku tranzicije iskristalisala su se dva teorijska i praktična koncepta a to su "šok terapija" i "gradualizam". Iskustva ostvorena primenom jednog ili drugog koncepta ne daju nam jednoznačan odgovor o prednosti jednog ili drugog izbora, jer i uz jedan i uz drugi koncept stoje jaki argumenti. Polemike su vremenom postale sterilne, da bi se na kraju uvidelo da oba tabora "lome koplja" oko drugorazrednog pitanja, dok je prvorazredno pitanje vezano za državne i nedržavne institute kojima se stvaraju stabilni uslovi za funkcionisanje tržišne privrede, potpuno zanemareno. U tim raspravama sve više se izdvajaju stavovi koji potenciraju ulogu države u formiranju instituta tržišne privrede, kao i stavovi kojima se ističe da ovaj posao ne može da se obavi u kratkom roku. Mada proces tranzicije ima niz karakteristika zajedničkih za sve zemlje, kao što su: dominacija tržišnog karaktera privrede, privatizacija, liberalizacija, itd., iskustva iz različitih zemalja jasno ukazuju na potrebu izrade sopstvenog nacionalnog programa tranzicije i detaljno razrađenog algoritma njegovog sprovođenja. Naime, iako su te zemlje izašle iz iste, tj. socijalističke faze razvoja, njihov ukupni socijalni genotip je veoma različit.<sup>242</sup> Radi se o zemljama koje pripadaju različitim kulturno-civilizacijskim krugovima, tj. kod kojih postoje razlike u tradiciji, religiji, mentalitetu, itd. Iz ovih razloga se modeli tranzicije ne mogu naručivati kod stranih eksperata, nezavisno od ugleda koji imaju u ekonomskoj nauci, jer oni poznaju i uzimaju u obzir samo jednu stranu problema, tj. logiku funkcionisanja tržišnih privreda, dok drugu stranu, tj. socijalni genotip zemlje kojoj se model tranzicije nudi, ne uzimaju u obzir.

Proces tranzicije izuzetno je složen, jer na njega deluje niz ekonomskih i neekonomskih faktora. Za sprovođenje kompleksnih promena, koje taj proces podrazumeva, neophodno je jasno definisanje ciljeva, sredstava i subjekata ostvarivanja tih ciljeva tranzicije, pri čemu instrumenti moraju biti prilagođeni tržišnom načinu privređivanja i svetskom okruženju, tj. efikasnom uključivanju u međunarodne ekonomske tokove. Dobro osmišljavanje ovog značajnog posla predstavlja prioritetan strateški zadatak naše ekonomske politike. Promene nasleđene privredne strukture podrazumevaju prilagođavanje novim uslovima na svetskom tržištu, jer jedino ovim promenama je moguće obezbediti povećanje ukupne ekonomske efikasnosti i poboljšanje performansi naše privrede, čime bi se stvorile pretpostavke za njen dinamičniji i kvalitetniji razvoj u budućnosti. Da bi se osigurao uspeh neophodno je da ove promene, osim privrede, zahvate i sve ostale sfere društva.

Budući da se kreiranje ekonomske politike nalazi u rukama države, nameće se kao nužnost redefinisavanje kako klasičnih, tj. neekonomskih, tako i ekonomskih funkcija države. Razlozi za sagledavanje nove uloge države proističu, s jedne strane, iz

---

<sup>242</sup> Sekulović Marko, Socijalni genotip i tranzicija, Zbornik radova: Zastoji u jugoslovenskoj tranziciji, IDN, Beograd, 1995.

neophodnosti deregulacije u mnogim oblastima, koje su bile pod državnim patronatom i potrebe, pa i nužnosti očuvanja javnog interesa, s druge strane. Usklađivanje tih zahteva moguće je ostvariti izgradnjom moderne države, koja će doprinositi poboljšanju performansi privrede ali koja će istovremeno omogućiti efikasnost, efektivnost i kvalitet ostvarivanja javnih funkcija. Realni problemi u ostvarivanju ovog zadatka prepliću se sa teorijskim dilemama u traženju alternativa za dosadašnju, po mnogima, predimenzioniranu, nefleksibilnu i neefikasnu državu.<sup>243</sup>

U konceptualizaciji cilja tranzicije utiče svesna komponenta, budući da se proces transformacije u tržišnu privredu ne odvija potpuno spontano, jer država je ta koja određuje komplekse sistemotvornih i regulativnih elemenata. Pri formulisanju ciljeva i načina transformisanja privrede najčešće se uzimaju u obzir norme liberalne tržišne privrede, zahtevi za postojanjem integralnog tržišta i univerzalnost delovanja tržišnog mehanizma sa selektivnom, informativnom, distributivnom i alokativnom funkcijom. Međutim, tu treba uzeti u obzir činjenicu da tržište ne funkcioniše uvek na zadovoljavajući način, jer postoje oblasti, grane i delatnosti u kojima funkcionisanje tržišta ne daje dobre rezultate kako sa mikro, tako i sa makro stanovišta. Tada na scenu treba da stupi država sa svojom ekonomskom ulogom supstituta tržišta, pri čemu se posebna pažnja mora voditi o obimu državnog prisustva, jer ako se tranzicijom teži tržišnoj privredi, onda bi državnu ingerenciju trebalo svesti na najmanju moguću meru. Ovaj proces prodraduje racionalnost i efikasnost države, s jedne strane, i povećanu efikasnost preostalog dela nacionalne ekonomije s druge strane.

Jedan od primarnih zadataka svake države je stvaranje što povoljnijeg ambijenta za ispoljavanje individualnih preferencija stanovništva i privrednih subjekata, kao i njihovo usklađivanje sa kolektivnim preferencijama. Jedino adekvatnom pravnom regulativom država obezbeđuje okvire ponašanja ekonomskih subjekata, stabilnost u ispoljavanju interesa i ostvarivanju ciljeva. Država ostvaruje alokativnu funkciju u slučajevima neefikasnosti čisto tržišnog regulisanja mobilizacije i korišćenja resursa. Vršeći distributivnu funkciju država omogućava ostvarivanje preraspodele dohotka, kojom se postiže visok stepen društvene, tj. socijalne pravednosti. Stabilizaciona funkcija države ispoljava se kroz regulisanje makroekonomskih varijabli, kao što su: opšti nivo cena, zaposlenosti, platnog bilansa, privrednog razvoja. Razvojna funkcija podrazumeva izmenu i prilagođavanje privredne strukture korišćenjem mera ekonomske politike, kojima bi se ostvarili razvojni ciljevi. To se postiže stimulisanjem grana, regiona ili određenih oblasti koje imaju komparativne prednosti. Na bazi iskustva reformskih zemalja državna intervencija sprovodi se u dve etape. U prvoj fazi državna ingerencija se sprovodi preko državnog vlasništva nad akcijama u preduzećima koja su konstituisana kao akcionarska društva. U drugoj fazi sprovodi se prava privatizacija uvođenjem novih akcionara ili potpunim povlačenjem države iz vlasničke strukture preduzeća. Iskustvo pokazuje da je ovo dosta dug proces.

Cilj ekonomske tranzicije je uspostavljanje tržišne privrede sa privatnom svojinom kao preovlađujućim svojinskim odnosom i integralnim tržištem, kao osnovnim oblikom regulacije ekonomskih tokova, pri čemu mozak tržišne privrede predstavljaju finansijska tržišta. Shodno ovome, glavne poluge sprovođenja tranzicije su privatizacija i razvoj finansijskih tržišta. Napredovanje privatizacije i razvoj finansijskih tržišta su međusobno podstičući procesi. Naime, privatizacija stvara tržišne materijale za razvoj finansijskih tržišta, dok finansijska tržišta omogućavajući obavljanje transakcija sa kapitalom ubrzavaju sprovođenje procesa privatizacije. Zato je sprovođenje tranzicije mukotrpan posao koji, pored jasne vizije i umešnosti, zahteva i politički konsenzus. Privatizacija je

---

<sup>243</sup> Stojanović Boban, Ekonomska uloga države u procesu tranzicije, Zbornik radova: Menadžment u privredama u tranziciji, Ekonomski fakultet, Niš, 1999., str.136

samo transportno sredstvo, dok suštinu tranzicije čini stvaranje mehanizama i institucija tržišne privrede, odnosno prilagođavanje fiziologije privrednog modela novonastajućoj anatomiji. Posledično, na dubinu tranzicije ne utiče samo stepen privatizovanosti privrede, već i razvijenost finansijskih tržišta.

#### **4.1.1. Privatizacija u Jugoslaviji - ključna pretpostavka za dalji razvoj finansijskog tržišta**

Osnovna razlika između svojine u kapitalizmu i svojine u socijalizmu manifestovala se preko različitih pojava i obaveza nosilaca svojine u odnosu na dobitak i gubitak kao ekonomskih kategorija. Pojava privatne svojine kao svojinskog oblika je od velikog značaja za privredni i kulturni razvoj civilizacije. U početnoj fazi razvoja privatne svojine, privatni vlasnik je sam upravljao svojom imovinom, svojim sopstvenim kapitalom. Vremenom je koncentracija kapitala dovela i do pojave akcionarskih društava, gde su vlasnici kapitala postali anonimni akcionari, koji su svoja prava na prisvajanje dobiti ostvarivali preko dividende, ali su pravo upravljanja preneli na stručnjake. Promena organizacione forme preduzeća nije promenila odnos prema privatno-svojinskoj odgovornosti, karakterističnoj za robnu privredu, jer i dalje postoji puna sloboda raspolaganja imovinom, ali i odgovornost za eventualno ekonomski neuspešno raspolaganje. Pored navedenih oblika privatne svojine u tržišnoj robnoj privredi se razvila i državna svojina i to naročito posle Velike svetske ekonomske krize iz 30-ih godina XX veka. Novoformirana državna preduzeća su se ponašala na tržištu kao i sva druga privatna preduzeća. Jedina razlika u odnosu na privatna preduzeća je bila ta što je prihod od ovih preduzeća pripadao državi, odnosno odlazio je u državni budžet.

Sredinom 70-ih godina XX veka u razvijenim tržišnim ekonomijama na scenu stupa akcionarstvo zaposlenih, kao oblik nagrađivanja zaposlenih. Dosadašnja praksa pokazuje da zaposleni mogu na nekoliko načina doći do akcija vlastitog preduzeća:<sup>244</sup>

- kupovinom akcija, bez popusta, na tržištu kapitala;
- kupovinom akcija uz popust i
- mehanizmom ESOP-a (Employee Stock Ownership Plan), kao načinu prenosa prava vlasništva na zaposlene u preduzeću a u cilju smanjenja neravnomernosti u raspodeli bogatstva.

Primarni razlog uvođenja akcionarstva zaposlenih je prevazilaženje stagflacionih tendencija. Među ekonomistima ne postoje jedinstveni stavovi o pozitivnim i negativnim efektima ovog procesa. Od *pozitivnih efekata* treba istaći sledeće:

- radnici bi umesto standardne fiksne plate pristali na samo jedan njen deo, a preostali varijabilni deo zavisio bi od ostvarenog profita;
- zahvaljujući ovome radnici u toku recesije ne bi ostajali bez posla;
- granični proizvod bi bio uvek veći od fiksnog dela nadnice, tako da se po tom osnovu stvara prostor za zapošljavanje novih radnika;
- sigurnost fiksne nadnice menja se za sigurnost zaposlenja;
- povećavaju se radni naponi, tj. radnici su kreativniji i ažurniji u izvršavanju svojih radnih zadataka, što uslovljava porast efikasnosti i smanjenje troškova nadzora i

---

<sup>244</sup> Petrović Pero, Neophodnost procesa privatizacije jugoslovenske privrede, Finansije br. 5-6, Grmeč, Beograd, 1997., str. 374

kontrole;

- umesto plasmana viškova svojih sredstava van preduzeća, radnici ih usmeravaju u vlastito preduzeće, što uslovljava povećanje njegove akumulativne sposobnosti i konkurentnosti;
- dolazi do afirmacije dugoročnih interesa radnika uz internacionalizaciju tržišta rada;
- po ovom osnovu kompanije dobijaju različite poreske beneficije, jer se štednja i reinvestiranje izuzimaju iz procesa oporezivanja, itd.

Od *negativnih efekata* ove koncepcije ukazaćemo na sledeće:

- akcionarstvo zaposlenih umanjuje pregovaračku moć sindikata na dugi rok;
- dolazi do interesne diferencijacije i globalnih podela radnika, te se narušava pregovaračko jedinstvo sindikata;
- u situaciji kada radnici kupuju akcije vlastite firme, oni će biti znatno umereniji u kolektivnim pregovorima, tj. u zahtevima za podizanjem nadnica;
- masovnijim akcionarstvom zaposlenih umanjuju se prava svojine vlasnika;
- veće učešće u odlučivanju zaposlenih smanjuje menadžersku efikasnost, jer sputava slobodu menadžera u odlučivanju;
- posedovanje akcija povećava "kratkovidost" radnika, jer su preokupirani tekućim dividendama;
- akcionarstvo zaposlenih prenosi rizik poslovanja sa menadžera na zaposlene, jer radnici ulažući svoj kapital u sopstvenu firmu vrše koncentraciju rizika, umesto da ga preko tržišta kapitala diverzifikuju, itd.

Tokom 80-ih godina važniji modaliteti privatizacije (kao elementi poboljšanja, tj. postepene optimizacije privredne strukture) u zemljama EZ - EU bili su:<sup>245</sup>

- a) prodaja javnog preduzeća jednom kupcu,
- b) prodaja tzv. institucionalnim investitorima,
- c) direktna prodaja zaposlenima,
- d) prodaja posredstvom berzanskog tržišta,
- e) povećanje kapitala rezervisanog za privatni sektor,
- f) emisija konvertibilnih obveznica, koje se mogu zameniti za akcije,
- g) fuzija javnih i privatnih preduzeća,
- h) kombinacija navedenih modaliteta.

Izbor i opredeljenje za bilo koji oblik privatizacije mora se vršiti veoma oprezno i uz uvažavanje ekonomskih, pravnih i drugih elemenata procesa privatizacije.

Za razliku od privatne svojine i kolektivne svojine u kapitalizmu, kolektivna svojina kao dominantan svojinski oblik u socijalizmu nije se razvila spontano, kao rezultat traženja najefikasnijeg rešenja za prevladavanje problema prevrednog zastoja i nedovoljne zaposlenosti kapaciteta i ljudi. Državna svojina u socijalizmu je nastala dekretom o nacionalizaciji, a kao posledica socijalističke revolucije. Za razliku od istočnoevropskih zemalja, Jugoslavija je nacionalizovanu državnu svojinu transformisala u društvenu sa namerom da operacionalizuje marksističku ideju o odumiranju države i svojine kao prava. Samoupravni privredni sistem, koji je institucionalizovan u Jugoslaviji pretpostavljao je robnu proizvodnju i razmenu ali bez svojine, kao pravne kategorije. Nepravnosvojinski koncept društvene svojine je sadržao u sebi jednu protivurečnost. Naime, on je podrazumevao slobodno raspolaganje svojinom, što je karakteristično za privatnog vlasnika, ali je isključivao privatno-pravnu odgovornost za to raspolaganje. Ova protivurečnost se u praksi ispoljavala na sledeći način: radni kolektiv je slobodno prisvajao dobitke i tada se ponašao kao privatni vlasnik, međutim, prilikom pojave gubitaka za radni

---

<sup>245</sup> Stojanović Ivan, Uloga tržišta u strukturnim prilagođavanjima jugoslovenske privrede, Ekonomski anali br. 128/1996., Beograd, 1996., str.51



kolektiv nije bila predviđena odgovornost u smislu da u slučaju da imovinska masa radnog kolektiva nije dovoljna za izmirivanje obaveza prema poveriocima, da radnici svojom imovinom imaju obavezu da ih podmire. Prema tome, pri pojavi gubitaka radni kolektiv prestaje da se ponaša kao privatni vlasnik i počinje da se ponaša kao vlasnik društvene svojine, tako da je gubitke preduzeća snosilo celo društvo. Praktične posledice protivurečnosti u privrednom životu su bile sledeće: neracionalno poslovanje, nedostatak štednje, investicije koje sa ekonomskog aspekta nisu bile opravdane bile su rezultat, pre svega, političkih odluka, slaba radna disciplina, negativna kadrovska selekcija, nepostojanje odgovornosti za pogrešne privredne odluke sa materijalnim posledicama, odustvo pravne države u ekonomskoj sferi, itd.

Razvoj privatno-svojinskih oblika privređivanja, kao jedan od elemenata tranzicije, može se ostvariti na dva načina: ili razvojem autohtonog privatnog sektora ili privatizacijom državno-društvenog sektora. Na pitanje kako razviti privatni sektor u privredama u kojima on ili nije postojao ili je bio zanemarljivo zastupljen nije bilo gotovo teorijskih rešenja sa izgledom da donesu brze rezultate. Iskustvo zemalja razvijenih tržišnih privreda vezano za privatizaciju državno-kapitalističke svojine iz 80-ih godina (koja je preduzeta kao mera antistagflacione politike) nije mogla da bude rešenje za privrede u tranziciji. Razlog tome je činjenica da privatizacija ostvarena u tržišnim privredama nije podrazumevala institucionalne promene, niti izgradnju struktura i organizacija tržišne privrede, nego se svodila na promenu vlasnika putem prodaje, a preko već sasvim razvijenog tržišta kapitala. U tom smislu, brzina razvoja autohtonog privatnog sektora u zemljama u tranziciji razvijace se onoliko brzo koliko to omogućuje sistemski rešenja, valutna stabilnost i podsticaji, pre svega, fiskalne politike. Kako je opšte prihvaćeno mišljenje da bi promena svojinske strukture u privredama u tranziciji na bazi razvoja autohtonog privatnog sektora bio proces koji vremenski ne bi mogao da zadovolji potrebu brze svojinske transformacije, u praksi ovih privreda dobila je na značaju privatizacija državno-društvenog vlasništva.

U Istočnoj Evropi se na privatizaciju, prilikom koncipiranja programa tranzicije, gledalo kao na važnu potporu političke transformacije sa ekonomskim efektima. Ona je trebala da donese efikasno korporativno upravljanje i dodatne izvore sredstava za preduzeća. U praksi ovih zemalja primenjene su dve različite strategije privatizacije. Prva je bazirana na slobodnoj distribuciji državne imovine građanima, a druga je imala komercijalni pristup. Isticano je da je prednost prve strategije brzina i jednostavnost u sprovođenju. Za razliku od prve strategije, koja je imala za rezultat široku i plitku privatizaciju, druga strategija je duboka i uska. Naime, druga strategija se sprovodi od slučaja do slučaja i zahteva dugo vreme da bi se većina državnih preduzeća prodala, odnosno privatizovala. Dosadašnja iskustva govore da je dominantan oblik privatizacije u Istočnoj Evropi besplatna privatizacija. Kako ne postoji domaći kapital, a ni strani nije pokazao očekivani interes za kupovinu državnih preduzeća, zagovornici brze privatizacije su opredeljeni za besplatnu podelu akcija. Ovom metodom se prevazilazi problem nedostatka kapitala i problem procene vrednosti preduzeća, ali se ne rešava problem prestrukturiranja preduzeća. Međutim, bez obzira koja se strategija primeni u praksi, biće potrebno mnogo više vremena da bi se osetili pozitivni ekonomski efekti privatizacije na privređivanje, nego što se očekivalo.

#### ***4.1.1.1. Predmet, ciljevi i problemi privatizacije u Jugoslaviji***

Privatizacija se često smatra širokom koncepcijom koja uključuje ne samo transfer svojinskih prava i elemenata vlasništva iz državnog i društvenog sektora u privatne ruke, već i razvoj rastućeg privatnog sektora nacionalne ekonomije, kao rezultata privatne inicijative, privatnih investicija i privatnog preduzetništva. Pojava i napredovanje takvog

privatnog sektora, paralelno sa transferom vlasništva nad državnim ili društvenim aktivama na privatni sektor, donosi značajne beneficije po sebi, kao što su povećanje štednje, investicija, inovacija, produktivnosti i konkurentnosti. Takođe, stvaranjem novih radnih mesta, dinamičan privatni sektor pomaže u prihvatanju dela dodatne nezaposlenosti, koja često prati restrukturiranje preduzeća i privatizaciju. Oblici privatizacije koji su posledica proste konverzije državnih monopola u privatne monopole nisu prihvatljivi. Metode privatizacije treba odabrati tako da se taj rizik svede na minimum, te da se olakša ostvarivanje glavnih ekonomskih ciljeva privatizacije i restrukturiranja.

Predmet svojinske transformacije do sada nije bila imovina, tj. aktiva preduzeća, osim u izuzetnim slučajevima, već je to kapital koji ono ima kao sopstveni izvor finansiranja svoje imovine. Naime, pod kapitalom preduzeća ne podrazumevaju se kapitalna dobra i druga imovina u aktivi, već je to onaj deo koji preostaje kad se od ukupne aktive odbiju obaveze preduzeća.<sup>246</sup> Međutim, sav kapital nije predmet svojinske transformacije, tako da se akcijski ulozi fizičkih i pravnih lica ne privatizuju. Predmet svojinske transformacije je društveni kapital, koji nema svog vlasnika i neakcionisani državni kapital, koji ga ima (to je država), ako se Vlada Republike Srbije saglasi da i taj deo neakcionisanog državnog kapitala, iako ima vlasnika, zajedno sa društvenim kapitalom uđe u homogenu transformacionu masu. U oba slučaja svojinska transformacija u preduzećima predominantno je označavala promene koje su se svodile na sledeće: društveni kapital umesto imaginarnog vlasnika, koga čini "društvo kao celina" i državni kapital umesto države, dobijaju personifikovane, odnosno druge vlasnike, prvenstveno zaposlene i ranije zaposlene u tim preduzećima, tako da je ovde reč o privatizaciji pretežno interno-akcionarskog tipa.

Primarni ciljevi koji se žele postići privatizacijom su sledeći:

- stvaranje uspešnog i konkurentnog privatnog sektora;
- smanjenje birokratske i/ili monopolističke prevlasti u proizvodnji i raspodeli;
- podsticaj razvoja novih proizvoda, usluga i tržišta;
- isključivanje nerentabilne aktivnosti;
- unapređenje efikasnosti prilikom dodeljivanja i upotrebe sredstava;
- strukturne promene i uravnotežen regionalan razvoj;
- jačanje sloja preduzetnički sposobnih pojedinaca;
- omogućavanje svakom građaninu da učestvuje u procesu privatizacije;
- priliv inokapitala u formi novih investicija, naročito u ona preduzeća gde je to ulaganje jedini pokretački mehanizam;
- novi kontrolni mehanizmi primereni zahtevima tržišne privrede, kao što je npr. pojačana kontrola menadžment struktura u preduzećima;
- socijalna pravičnost, tj. ravnomerna raspodela tereta na sve slojeve građanstva;
- rešavanje problema "stare" devizna štednje;
- podsticanje inovacija, itd.

Osnovni stub tržišnog privređivanja je privatna svojina nad preduzećima, u raznim vidovima, počev od individualne svojine pojedinaca nad malim preduzećima, pa do velikih akcionarskih društava. Prateći stub je maksimizacija profita, kao osnovnog cilja preduzetništva i najefikasnijeg alokatora ekonomskih procesa. Bez obzira što je put u privatizaciju pokriven brojnim ograničenjima i teškoćama, treba istaći da je on neminovan i neizbežan ukoliko se želi prosperitet privrede i društva kao celine. U prilog ovog procesa idu opšti argumenti koji favorizuju privatizaciju, a koji se odnose na:

- podizanje ekonomske efikasnosti;
- poboljšanje privredne strukture;

---

<sup>246</sup> Radmilović Stanko, Suština svojinske transformacije, osnove procene vrednosti kapitala i nerešena pitanja podržavljene imovine u preduzećima, Financing br. 1, Financing centar, Novi Sad, 1998., str.7

- poboljšanje položaja stanovništva, tj. potrošača;
- povećanje konkurencije, kao bazičnog elementa tržišnog privređivanja i poboljšanja privredne strukture;
- razvoj ekonomskih sloboda;
- smanjenje budžetskog deficita;
- poboljšanje uslova za pregovaranje i dogovaranje privrednih i drugih društvenih subjekata o ekonomskim, socijalnim i drugim pitanjima, itd.

Bez efikasne privatizacije nije moguće stvoriti tržišni privredni sistem u kome preduzećima nije potrebna briga i stalna pomoć države.

Bez privatno-pravnog karaktera privrede nije moguće:

- stvoriti tržište radne snage (izvlačenje socijale iz preduzeća);
- efikasno restrukturirati preduzeća u upravljačkom, organizacionom i finansijskom smislu;
- obaviti sve ostale vidove strukturnog prilagođavanja;
- promeniti strukturu upotrebe društvenog proizvoda, uz prilagođavanje fiskalnog sistema, odnosno dovođenja do njegove ekonomske funkcije;
- rekonstruisati bankarski sistem;
- uspostavljanje pravnog poretka i njegovog funkcionisanja, počev od sigurnosti ugovora i uspostavljanja apsolutne finansijske discipline do stečaja za nesolventna preduzeća i banke.

Pored svoje kompleksnosti proces privatizacije u Jugoslaviji opterećen je brojnim problemima, od kojih profesor Zec ističe sledećih sedam problema:<sup>247</sup>

- 1) u stvaranju društvenog proizvoda sve je veći udeo poljoprivrede i industrije, a manji je udeo usluga, što je suprotno trendovima razvijenih privreda;
- 2) upotreba društvenog proizvoda sve je nepovoljnija, sve je veće učešće opšte i lične potrošnje, na račun investicione potrošnje, što je dokaz slabljenja razvojnih performansi;
- 3) u ukupnoj imovini dominira državno i društveno vlasništvo, ali je njihovo učešće u stvaranju društvenog proizvoda sve manje;
- 4) u izvozu dominiraju sirovine i poluproizvodi, a u uvozu repromaterijal, što vodi zatvaranju privrede i usporavanju njenog rasta;
- 5) viši nivo domaćih u odnosu na svetske cene;
- 6) struktura novčane mase, gde dominantno mesto zauzima gotov novac, svedoči o monetarnoj nestabilnosti, bez koje opet nema efikasnog i ekspanzivnog privrednog rasta i
- 7) u strukturi izvora finansiranja dominiraju krediti, dok je značaj sopstvenih sredstava i mobilizacije kapitala putem tržišta kapitala zanemarljiv, što svedoči o nekvalitetnim izvorima rasta.

S obzirom na ovako otežane uslove privređivanja u našoj zemlji nije ni čudo što se proces privatizacije odvija veoma traljavo i usporeno.

#### ***4.1.1.2. Metode procene vrednosti preduzeća***

Redosled koraka u svojinskoj transformaciji kod nas je bio utvrđen je za sve načine i modele. Prema Zakonu o svojinskoj transformaciji iz 1997.godine ista treba da se odvija kroz sledeće faze:

1. Procena vrednosti kapitala;
2. Odluka o organizovanju preduzeća kao akcionarskog društva;

<sup>247</sup> Zec Miodrag, Uostalom Kartaginu treba razoriti, Ekonomska politika br. 2334/2335, 1996. str.8

3. Odluka o usvajanju programa svojinske transformacije;
4. Odluka o izdavanju i prodaji akcija (udela);
5. Prvi krug svojinske transformacije;
6. Drugi krug svojinske transformacije;
7. Treći krug svojinske transformacije.

Procena vrednosti preduzeća je prvi korak u promeni vlasnika kapitala, tako da ona predstavlja prvi korak u procesu svojinske transformacije. U postupku procene vrednosti preduzeća, pored mnogih faktora, sam izbor metode procene ima značajan uticaj na kvalitet i realnost procenjene vrednosti. Prema međunarodnim standardima za procenu vrednosti preduzeća postoji vrlo visok stepen fleksibilnosti u izboru metoda procene. Pri tome, najvažnijim kriterijumima smatraju se: definicija vrednosti, svrha procene i tip vlasničkog interesa. Svi ovi elementi moraju biti jasno definisani pre izbora metoda procene, jer od korektnog izbora metoda procene zavisi njen kvalitet, odnosno realnost rezultata.<sup>248</sup>

Definicija vrednosti je najznačajniji kriterijum u procenjivanju vrednosti preduzeća. S obzirom da pojam vrednosti nije jednoznačno određen, moguće je koristiti više različitih definicija vrednosti, kao što su: pravična ili fer vrednost (to je iznos za koji je prodavac spreman da ustupi kupcu vlasništvo nad kapitalom, tj. preduzećem), investiciona vrednost (koja pored kapitala obuhvata i obaveze prema kreditima), likvidaciona vrednost (to je najniža moguća vrednost). Kada je reč o vrednosti preduzeća, treba uzeti u obzir i sledeće premise: da je vrednost preduzeća jednaka sadašnjoj vrednosti budućih koristi koje će imati vlasnici, da se vrednost ne može izraziti samo jednim brojem i da se vrednost procenjuje u tačno određenom vremenskom trenutku, koji predstavlja datum procene.

Za izbor adekvatnog metoda procene ne manje značajnu ulogu u odnosu na prethodni kriterijum ima i svrha procene vrednosti. Najznačajnije svrhe zbog kojih se pristupa proceni vrednosti preduzeća su: kupoprodaja preduzeća, spajanje i razdvajanje preduzeća, obezbeđivanje dodatnih izvora finansiranja, razni sudski sporovi, oporezivanje, poslovi osiguranja, hipotekarni poslovi, itd.

Definisanje predmeta procene ( da li je to ukupan sopstveni kapital ili njegovi delovi koji pripadaju pojedinim vlasnicima ili ukupan investirani kapital) i većinskog i manjinskog interesa, takođe, značajno utiče na izbor metoda procene.

U savremenim uslovima privređivanja u svetskim razmerama iskristalisala su se tri osnovna metodološka koncepta procene: prinostni, tržišni i troškovni.

**Prinostni koncept** zasniva se na bazičnoj premisi vrednosti, tj. da je vrednost preduzeća jednaka sadašnjoj vrednosti njegovih budućih rezultata. U okviru ovog koncepta moguća su dva pristupa (kapitalizovanje ostvarenih rezultata i diskontovanje budućih rezultata) i pet metoda ( kapitalizovanje dobiti, kapitalizovanje neto novčanog toka, kapitalizovanje bruto novčanog toka, diskontovanje neto novčanog toka i diskontovanje dobiti). Npr. metoda kapitalizovanja dobiti primenjuje se kada dobit značajno doprinosi vrednosti preduzeća, kada raspoložemo dovoljno pouzdanim podacima za ocenu očekivanog nivoa dobiti, kada očekujemo da će buduća dobit biti na nivou sadašnje, kada preduzeće ostvaruje značajnu dobit, kada preduzeće raspoláže značajnom nematerijalnom imovinom, kada u ceni koštanja proizvoda ili usluga značajno učešće ima rad i amortizacija nematerijalnih sredstava, kada dobit predstavlja bolji indikator vrednosti od neto novčanog toka. S druge strane, metoda diskontovanja neto novčanog toka primenjuje se kada racio dobit/novčani tok značajno doprinosi vrednosti preduzeća, kada očekujemo

---

<sup>248</sup> Leko Vera, Metode procene vrednosti preduzeća, Zbornik radova sa Miločerskog savetovanja: Mogućnosti tranzicije Jugoslovenske privrede i preduzeća - omogućiti tržištu da funkcioniše, SEJ, Beograd, 1988., str.59

da će se sadašnji nivo novčanog toka značajno razlikovati od budućeg nivoa, kada budući novčani tok može biti projektovan na bazi pretpostavki za koje očekujemo da će biti ostvarene, kada procenjujemo vrednost preduzeća koje će biti prodato, kada očekujemo da će neto novčani tok u poslednjoj godini projekcije biti značajno pozitivan a da pri tom tokom celog projektovanog perioda neće biti značajno negativan, itd.

**Tržišni koncept** se zasniva na vrednosti preduzeća do koje se dolazi komparacijom sa sličnim preduzećima. Ovaj koncept, kao i prethodni, obuhvata dva pristupa i to: primenu multiplikatora i analizu transakcija. Prvi pristup dozvoljava mogućnost korišćenja pet metoda, od kojih se svaka zasniva na jednom multiplikatoru. Sve metode koje koriste multiplikatore bazirane su na podacima o sličnim preduzećima a primenjuju se kada postoji dovoljan broj sličnih preduzeća i/ili transakcija na osnovu kojih se mogu odrediti multiplikatori, kada postoje adekvatni podaci o preduzećima sa kojima se vrši komparacija i čije se akcije kotiraju na berzi, kada postoje podaci o transakcijama, tj. uslovima prodaje, kada procena predstavlja osnovu za oporezivanje (kao što je slučaj kod nekretnina i poklona), kada preduzeće prelazi u javni sektor, itd. Za primenu drugog pristupa u okviru tržišnog koncepta potrebno je obezbediti i analizirati informacije o transakcijama, odnosno o kupovini ili prodaji sličnih preduzeća u bliskoj prošlosti, kako bi iznosi za koji su slična preduzeća kupovana ili prodavana bili indikacije o vrednosti kapitala, tj. preduzeća koje je predmet procene vrednosti.

**Troškovni koncept** zasniva se na vrednosti preduzeća koje se procenjuje na osnovu troškova zamene ili reprodukcije sredstava kojima ono raspolaže. Primena ovog koncepta moguća je korigovanjem metoda neto imovine i metoda likvidacione vrednosti. Metoda neto imovine primenjuje se kada preduzeće ima značajnu materijalnu imovinu, kada cena koštanja proizvoda sadrži minimalne troškove radne snage, kada preduzeće nema "dugu istoriju", kada poslovanje zavisi od dobijanja poslova na licitacijama, tj. kada nema stalnih kupaca. S druge strane, metoda likvidacione vrednosti primenjuje se kada preduzeće u postupku likvidacije prodaje imovinu, kada postoji sumnja da preduzeće može da nastavi poslovanje, kada sadašnji i budući novčani tokovi iznose manje od vrednosti neto sredstava, itd.

U praktičnoj primeni procene vrednosti preduzeća obično se koriste dva ili više metoda, a sve u cilju što realnije procene. Mišljenje procenjivača o svrsishodnosti i podobnosti pojedinih metoda procene za konkretan slučaj je presudno u izboru metoda procene u svim situacijama u kojima metode procene nisu zakonom zahtevane.

Prema Zakonu o svojinskoj transformaciji u Srbiji je propisano da se u proceni vrednosti kapitala mogu koristiti dva pristupa i to: prinosni i troškovni.<sup>249</sup> U okviru prinosnog pristupa primenjuje se metod diskontovanja novčanog toka, dok se u okviru troškovnog pristupa primenjuju metod neto imovine i metod likvidacione vrednosti.

Konceptualna osnova za utvrđivanje vrednosti kapitala preduzeća na osnovu diskontovanog novčanog toka jeste da je vrednost kapitala preduzeća jednaka zbiru sadašnjih vrednosti budućih neto priliva, koje postojeći i potencijalni vlasnici mogu ostvariti u neprekidno drugom periodu poslovanja i egzistencije preduzeća.<sup>250</sup>

**Primena metode diskontovanja novčanog toka** obuhvata:

- projektovanje neto novčanog toka za period u kome se postiže njegova stabilnost (ovo projektovanje zahteva projektovanje bruto tokova gotovine, tj. primanja i izdavanja novca. Razlika može biti pozitivna, kada možemo govoriti o sopstvenim izvorima finansiranja, i negativna, kada ova razlika kvantificira

<sup>249</sup> Zakon o svojinskoj transformaciji, Službeni glasnik RS, br. 32/97

<sup>250</sup> Novičević Blagoje, Prinosna i konačna vrednost preduzeća: optimizam ili opreznost, Zbornik radova sa Niškog savetovanja: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000., str. 117

- potrebu angažovanja dodatnih izvora finansiranja;
- procenu rezidualne vrednosti, tj. vrednosti preduzeća u periodu poslovnog života preduzeća iza perioda stabilizovanja neto novčanih tokova. Neto novčani tok u rezidualu dobija se tako što se stabilizovani neto novčani tok u zadatoj godini perioda stabilizacije uvećava za pretpostavljenu stopu rasta u rezidualu;
- određivanje diskontne stope, tj. očekivane stope povraćaja inicijalnog uloga uz uvažavanje rizika i neizvesnosti pri ostvarivanju neto novčanog toka. Ona je u stvari determinanta novčanog iznosa, koji je ulagač spreman da plati danas uz pretpostavku da će mu taj ulog biti vraćen u budućnosti uz uvećanje za prirast.

Tu se umeće tzv. vremenska vrednost novca. Pri utvrđivanju diskontne stope moraju se kvantifikovati rizici koji se odnose na proizvodni i prodajni potencijal preduzeća, na njegovo finansijsko stanje, na organizaciono-kadrovsku sposobljenost, itd.

Prema tome, procenjenju vrednost kapitala prema metodi diskontovanja novčanog toka čini zbir diskontovane vrednosti projektovanog neto novčanog toka i diskontovane rezidualne vrednosti.

Primena **metode neto imovine** obuhvata procenu vrednosti poslovne imovine preduzeća i procenu vrednosti obaveza. Procena vrednosti poslovne imovine u sebi inkorporira procenu vrednosti nematerijalnih ulaganja (polaznu osnovu ove procene čine: površina objekta, vrsta gradnje, namena i cena gradnje, kao i stepen amortizovanosti), procenu vrednosti osnovnih sredstava (gde se u obzir uzimaju nabavna vrednost i stepen amortizovanosti), procenu vrednosti dugoročnih finansijskih plasmana (uzima se u obzir stepen njihove naplativosti) i procenu vrednosti obrtne imovine i aktivnih vremenskih razgraničenja (treba voditi računa o nabavnim cenama, cenama koštanja i prodajnim cenama). S druge strane, procena vrednosti obaveza obuhvata: procenu vrednosti dugoročnih i kratkoročnih obaveza (pri proceni polaznu osnovu čine: nominalne vrednosti obaveza uvećane za potencijalne obaveze) i procenu vrednosti dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja. Prema tome, procenjena vrednost kapitala prema metodi neto imovine utvrđuje se kao razlika između procenjene vrednosti poslovne imovine i procenjene vrednosti obaveza, uz pretpostavku da će preduzeće postojati u neograničenom budućem periodu.

Primena **metoda likvidacione vrednosti** pretpostavlja prestanak rada preduzeća i prodaju poslovne imovine po tržišnim cenama u postupku redovne likvidacije. Procenjena vrednost kapitala, prema ovom metodu, utvrđuje se kao razlika između tržišne vrednosti poslovne imovine i realne vrednosti obaveza.

Procenjena vrednost kapitala preduzeća utvrđuje se na osnovu procenjene vrednosti prema metodu diskontovanja novčanog toka i procenjene vrednosti prema metodu neto imovine, dok metoda likvidacione vrednosti treba da služi samo kao reper za donošenje zaključka ili konačnog mišljenja o vrednosti preduzeća. Bez obzira da li je procenjivač sam izabrao dva ili više metoda ili su oni zakonom propisani, kao rezultat procene dobija se više mogućih vrednosti. Zbog toga je zadatak procenjivača da na kraju utvrdi koja je od tih vrednosti najbliža vrednosti preduzeća. To se obično čini ponderisanjem rezultata pojedinih metoda i izračunavanjem ponderisane vrednosti. Međutim, određivanje pondera i ocena rezultata pojedinih metoda sa stanovišta donošenja konačnog zaključka o vrednosti preduzeća, nije jednostavan postupak. On zahteva rasuđivanje procenjivača zasnovano na njegovim saznanjima o preduzeću i okruženju u kome posluje, imajući u vidu prirodu delatnosti preduzeća i sredstva kojima ono raspolaže, svrhu procene i definiciju vrednosti, premise vrednosti, kao i kvalitet i kvantitet podataka. S obzirom da je u Zakonu o svojojinskoj transformaciji društvenog kapitala prinosna metoda označena kao osnovna, a

metoda neto imovine kao korektivna, dominantnu težinu u donošenju konačnog zaključka o vrednosti preduzeća ima prinosna metoda.

#### ***4.1.1.3. Načini i modeli transformacije preduzeća***

Zakonom o svojinskoj transformaciji iz 1997. godine predviđeno je da se transformacija može vršiti na jedan od sledećih načina:

1. Autonomno,
2. Prema posebnom programu Vlade i
3. Uz saglasnost osnivača.

Bez obzira na izabrani način transformacije, preduzećima stoje na raspolaganje tri modela za realizaciju ovog veoma kompleksnog i mukotrpnog posla, i to:

1. Prodaja akcija radi prodaje kapitala sa ili bez popusta,
2. Prodaja akcija radi prikupljanja dodatnog kapitala, takođe, sa ili bez popusta i
3. Konverzija duga u akcije poverioca.

Zakon dopušta primenu jednog ili više modela. Tako na primer neka preduzeća izabraće prodaju akcija radi prodaje procenjenog kapitala i prodaju akcija radi prikupljanja dodatnog kapitala, tj. dokapitalizacije. Druga mogu izabrati kombinaciju prodaje akcija radi prikupljanja dodatnog kapitala i konverziju duga u akcije poverioca, itd.

Najveći broj preduzeća podleže režimu **autonomne transformacije**, tj. ta preduzeća sama, odnosno nezavisno od bilo koga donose odluku da li će i kada će započeti ovaj proces. Reč je, pre svega, o malim i srednjim društvenim preduzećima, kojih ima oko 4,5 hiljada. Ukupan kapital ovog segmenta preduzeća procenjuje se na oko trećinu ukupnog kapitala Republike. Takođe, ova preduzeća samostalno odlučuju koji ili koje modele transformacije će koristiti. Uloga Vlade i nadležnog ministarstva kod transformacije preduzeća po ovom načinu je prevashodno kontrolna. Ukoliko preduzeće odluči da koristi prvi model, tj. prodaju akcija radi prodaje kapitala sa ili bez popusta neophodno je da skupština preduzeća (kod državnih preduzeća to je organ upravljanja koji prethodno mora da pribavi saglasnost osnivača, tj. Vlade RS) donese odluku o izdavanju i prodaji akcija, odluku o organizovanju preduzeća kao društva kapitala i odluku o usvajanju programa transformacije. Preduzeće koje se svojinski transformiše iznosi akcije na prodaju javnim pozivom, koji se objavljuje na oglasnoj tabli preduzeća, u Službenom glasniku RS i najmanje jednom dnevnom listu. U javnom pozivu moraju biti sadržani sledeći elementi: procenjena vrednost kapitala, nominalna vrednost akcija, broj akcija, uslovi upisa akcija, mesto upisa, način upisa, rokovi za upis i uplatu, visina popusta i dr. Javni poziv ustvari znači poziv zainteresovanim licima da daju ponudu za otkup akcija. Ako je broj upisanih akcija koje se mogu steći po osnovu popusta veći od 70% kapitala koji se transformiše, upisnici akcija stiču pravo na manji broj akcija po osnovu popusta, srazmerno odnosu broja ovih akcija i upisanih akcija. Osnovni popust pri prodaji akcija društvenog kapitala preduzeća iznosi 20%, a dodatni popust iznosi 1% za svaku punu godinu radnog staža. Maksimalni iznos popusta po jednom licu ne može preći 20.000 DEM u dinarskoj protivvrednosti, s tim da ukupan iznos prava na akcije po osnovu popusta za sve upisnike ne može preći 70% kapitala preduzeća koje se transformiše. Pravo na akcije po osnovu popusta u iznosu od 70% stiče se upisom akcija, dok se pravo na preostale akcije stiče srazmerno uplatama. Pravo preče kupovine i pravo na osnovni i dodatni popust imaju zaposleni u preduzeću, penzioneri tog preduzeća, svi zaposleni van tog preduzeća, penzioneri koji su ostvarili pravo na penziju van tog preduzeća, kao i naslednici prvog naslednog reda ovih lica koji to pravo ne stiču kao zaposleni ili kao penzioneri.

Akcije koje se stižu upisom po osnovu pripadajućeg dela popusta izdaju se po isteku roka od dve godine od dana njihovog upisa, akcije koje se stižu na osnovu uplata izdaju se nakon njihove uplate. Akcije koje se stižu otkupom sa popustom ili bez popusta glase na ime i mogu se staviti u promet po njihovoj uplati. Ove akcije svojim vlasnicima donose sledeća prava:

- pravo na upravljanje, koje se ostvaruje na osnovu broja upisanih akcija, koje se stižu na osnovu prava na popust ili putem otkupa,
- pravo na dividendu i
- pravo na deo ostatka stečajne mase preduzeća nakon isplate poverilaca.

Svojinska transformacija društvenog i državnog kapitala preduzeća vrši se u tri kruga:

- 1) Prvi krug transformacije obuhvata prodaju akcija sa popustom zaposlenima u preduzeću i zaposlenima van preduzeća;
- 2) Drugi krug transformacije obuhvata prodaju akcija bez popusta i
- 3) Treći krug transformacije obuhvata prodaju neprodanih akcija u prvom i drugom krugu.

Novčana sredstva ostvarena od prodaje društvenog kapitala preduzeća koje se transformišu, kao i novčana sredstva ostvarena od prodaje akcija koje je preduzeće steklo bez naknade u drugom preduzeću, izdvajaju se na poseban račun preduzeća i uplaćuju se u roku od tri dana: Fondu za razvoj Republike Srbije u iznosu od 50%, Republičkom fondu penzijskog i invalidskog osiguranja zaposlenih u iznosu od 25% i Zavodu za tržište rada preostalim 25%. Akcije koje preduzeće nije uspelo da proda do isteka roka iz javnog poziva u trećem krugu (120 dana) preuzima Akcijski fond Republike Srbije, koji ih javnim pozivom stavlja u promet.

Za prodaju akcija radi prikupljanja dodatnog kapitala, sa ili bez popusta, važe iste odredbe kao i za prodaju akcija radi prodaje kapitala, sa ili bez popusta. Ovaj model transformacije neophodan je svim domaćim preduzećima bez izuzetka. Novčana sredstva ostvarena od prodaje akcija radi prikupljanja dodatnog kapitala pripadaju preduzeću u celini.

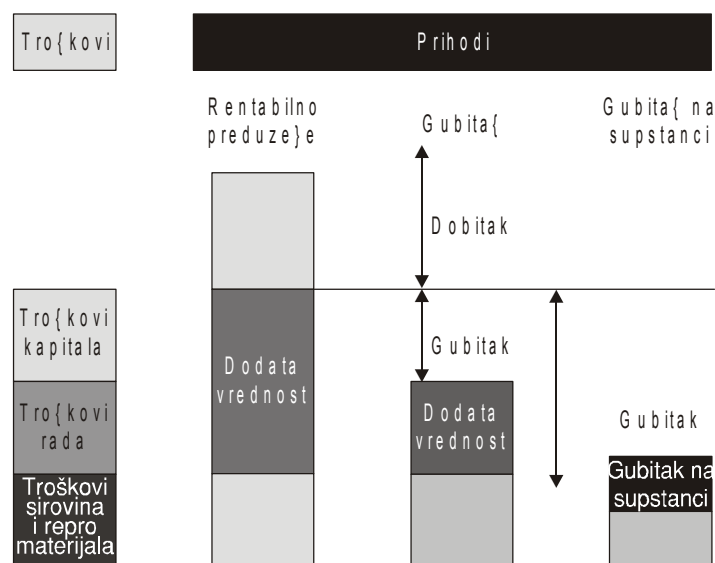
Konverzija duga preduzeća u akcije poverilaca, koji je dospelo najmanje dve godine pre donošenja odluke o transformaciji, može se izvršiti umanjnjem društvenog kapitala do 20% od iznosa konvertovanog duga. Zakon je ograničio mogućnost korišćenja ovog modela na dugove nastale pre kraja 1996.godine, tako da je to ozbiljno ograničenje za korišćenje ovog modela. Drugo ograničenje predstavlja limit da banke ne mogu imati u svom portfelju više od 15% učešća akcija preduzeća.

**Transformaciji prema posebnom programu Vlade** podležu preduzeća koja ispunjavaju sledeće kriterijume: da imaju strateški značaj, da je reč o velikim preduzećima, da je njihova zaduženost veća od 1/2 trajnog kapitala, da je nelikvidnost duža od jedne godine, itd. Na spisku 75 preduzeća, čija će se svojinska transformacija odvijati prema posebnom programu, nalaze se velika društvena preduzeća od strateškog interesa za privredu Republike. Ova preduzeća raspolažu sa 30-40% ukupnog kapitala privrede. Među ovim preduzećima jasno su razgraničena dva segmenta: profitabilna i neprofitabilna. Među profitabilnima su preduzeća u oblasti proizvodnje cementa, duvana, prehrambene industrije i farmaceutike. Za transformacijom ovih preduzeća postoji interes stranih strateških investitora. Uloga Vlade i države u transformaciji druge grupe neprofitnih preduzeća znatno je izraženija. Naime, prema posebnom programu se odvija privatizacija poslovno-kontroverznih preduzeća.

*Poslovno-kontroverzna preduzeća* su preduzeća koja, i pored evidentnog profitnog potencijala, posluju nerentabilno, tj. ostvaruju gubitke. Poslovanje sa gubitkom ima dve evidentne negativne posledice. Prvo, gubitak smanjuje rezerve i povećava rizik bankrotstva. Drugo, gubici dovode do erozije kapitala. Nerentabilno poslovanje je



posledica nedovoljnog nivoa aktivnosti (obim proizvodnje je ispod prelomne tačke rentabilnosti) i/ili prevelikog broja zaposlenih i/ili sistemskih defekata. Međutim, poseban program ne obuhvata sva poslovno-kontroverzna preduzeća. Naime, u posebnom programu se nalaze samo ona preduzeća koja imaju strateški značaj za privredu zemlje. U posebnom programu se nalaze preduzeća: sa gustom matricom reprodukcionihi veza sa ostatkom privrede i/ili preduzeća koja predstavljaju tzv. "nacionalnu aktivu" i/ili veliki diverzifikovani sistemi, obično, sa stepenovanom svojinskom strukturom (holding kompanije). Preduzeća koja se nalaze na listi posebnog programa angažuju između 1/3 i 1/2 aktive, zaposlenih i gubitaka u Srbiji. Opstanak ovih preduzeća prevashodno zavisi od državnih mera. Država svoj aktivizam na ovom polju ispoljava na različite načine. Prvo, kroz usiljenu dokapitalizaciju. Država utiče na poslovne banke da odobravaju kratkoročne kredite iako analiza rizika pokazuje da to nije racionalno. Obično se ova sredstva samo delimično koriste za povećanje obrtnog kapitala, pošto se ona u najvećoj meri koriste za isplatu plata (npr. država je posle privatizacije Telekoma sredstva Fonda koristila za ove svrhe). Drugo, kroz javne nabavke država raznim intervencijama iz budžeta, kao i korišćenjem svojih naturalnih rezervi, ulazi u kolateralizaciju komercijalnih kredita, čime se omogućava rast prodaje ovih preduzeća (npr. program poljoprivredne mehanizacije). Treće, omogućavajući, tzv. spontano finansiranje. Naime, država oslobađa ova preduzeća od plaćanja poreza i/ili toleriše neplaćanje obaveza prema zaposlenima, dobavljačima i bankama pošto ne pokreće stečajni postupak. Iz svih ovih razloga transformacija ove grupe preduzeća je *conditio sine qua non* makro-ekonomske stabilnosti.



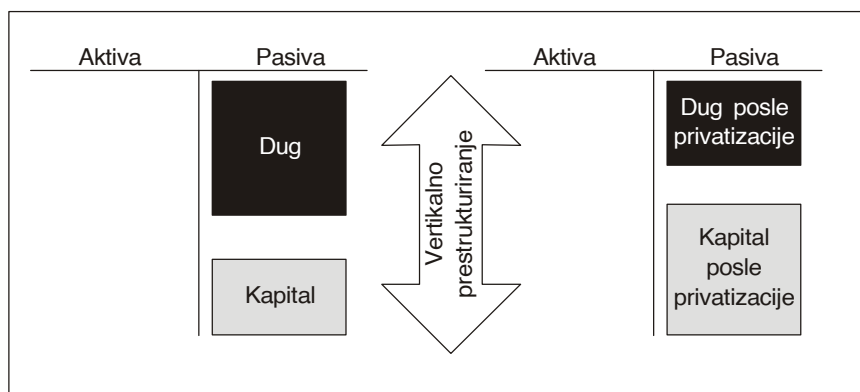
Shema 22: Poslovno-kontroverzna preduzeća

U tržišnim privredama, kada finansijsko zdravlje preduzeća ne dozvoljava ispunjenje obaveza prema poveriocima i prema vlasnicima, likvidacija je legitimno rešenje propisano zakonima. Za likvidaciju su zainteresovani i poverioci i vlasnici. Drugo rešenje problema je prestrukturiranje. Prestrukturiranje je izvodljiva opcija kada se preduzeće određenim merama ponovo može naći na koloseku rentabilnog rasta. Prestrukturiranje poslovno-kontroverznihi preduzeća je složen posao koji obuhvata finansijsko, svojinsko, statusno-organizaciono i razvojno prestrukturiranje. Inicijalna kapisla prestrukturiranja je finansijsko prestrukturiranje.

Glavni tipovi prestrukturiranja su:<sup>251</sup>

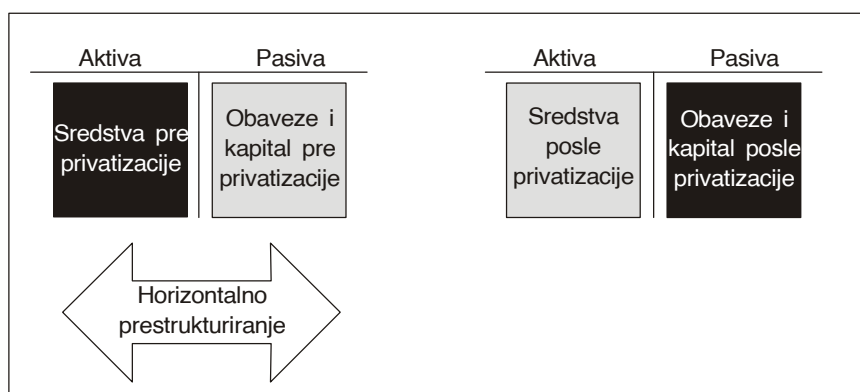
1) **Vertikalno ili finansijsko prestrukturiranje** - predstavlja prestrukturiranje leve strane bilansa preduzeća ili prestrukturiranje izvora finansiranja. Iz tog razloga ovaj tip prestrukturiranja predstavlja finansijsko prestrukturiranje po definiciji. Suština ovog tipa prestrukturiranja je promena strukture finansiranja u smislu rasta učešća sopstvenog kapitala, kao što se vidi iz sledeće sheme.

Jedan od metoda vertikalnog prestrukturiranja je rast finansijskog leveridža. Preduzeća koja bi se mogla prestrukturirati na ovaj način koriste kredite za rast proizvodnje povećavajući vrednost sopstvenog kapitala, kada je stopa prinosa na uložena sredstva veća od kamatne stope. U ovu grupu preduzeća spadaju preduzeća koja su sačuvala tržište, tj. koja posluju iznad prelomne tačke rentabilnosti (npr. HIP "Petrohemija" - Pančevo).



Shema 23: Vertikalno ili finansijsko prestrukturiranje poslovno-kontroverznih preduzeća

2. **Horizontalno ili poslovno prestrukturiranje** - predstavlja usklađivanje sredstava sa izvorima. Ukoliko se ocenjuje da su izvori finansiranja nedovoljni za zatečenu vrednost aktive, ide se na smanjenje aktive i broja zaposlenih. Ukoliko se procenjuje da je preduzeće prekapitalizovano, ide se na nove investicije.



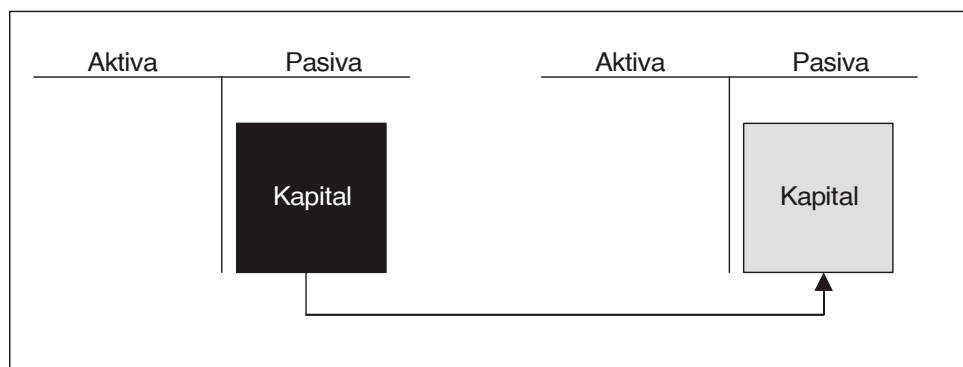
Shema 24: Horizontalno ili poslovno prestrukturiranje poslovno-kontroverznih preduzeća

<sup>251</sup> Đuričin Dragan, Ubrzanje procesa privatizacije i poseban program, Poslovna politika, jun 1998., str.24 i 25

Glavni metodi horizontalnog prestrukturiranja su prodaja upravljačkog, tj. kontrolnog paketa akcija podređenog preduzeća, delimična likvidacija zavisnog preduzeća i prodaja ekonomskog paketa akcija matičnog preduzeća. Na ovaj način mogu se prestrukturirati preduzeća koja su izgubila tržišta povlačenjem strateškog ili ekviti partnera, kao što su "Livnica" - Kikinda, "Prva petoletka" - Trstenik, "FAP" - Priboj, itd.

3. **Vlasničko prestrukturiranje** - znači prodaju preduzeća. U pitanju je radikalna verzija finansijskog prestrukturiranja. Vlasničko prestrukturiranje se sprovodi ukoliko su iscrpljene mogućnosti vertikalnog i horizontalnog prestrukturiranja.

Glavni metod vlasničkog prestrukturiranja je prodaja kontrolnog paketa akcija javnom licitacijom ili pregovaranjem sa zainteresovanim partnerom. Na ovaj način se mogu prodati dve grupe preduzeća. Prvo, preduzeća koja "još nisu rekla sve", kao što su cementare, mlekare, fabrike duvana, itd. Drugo, "preduzeća za 1 dinar", odnosno preduzeća koja imaju veliki profitni potencijal, koji da bi se aktivirao zahteva ogromna ulaganja u prestrukturiranje. Preko 30 preduzeća sa liste posebnog programa nalazi se u nekoj od predprivatizacionih faza. Procenu rednosti kapitala obavilo je 25 preduzeća, 7 je pripremio program ekonomsko-finansijske konsolidacije, a jedno je donelo odluku o svojinskoj transformaciji uz strateškog partnera, ali ugovor nije realizovan zbog agresije na SRJ.<sup>252</sup> Agresijom na SRJ uništeno je ili oštećeno 23 preduzeća sa liste, pa je najaktuelnije pitanje njihove obnove.



Shema 25: Vlasničko prestrukturiranje poslovno-kontroverznih preduzeća

Preduzeća sa liste posebnog programa obavljaju procenu i donose program transformacije, dok Vlada obavlja sledeće aktivnosti: pregovara sa strateškim i ekviti partnerima, prilagođava zakonodavstvo, dograđuje infrastrukturu i prilagođava ekonomsku politiku. Za uspeh privatizacije u ovom sektoru ekonomije bitne su i mere ekonomske politike, a posebno mere u domenu fiskalne politike.

**Transformacija preduzeća** sa državnim kapitalom, koje obavlja delatnost od opšteg interesa, vrši se **uz saglasnost osnivača**. Program o transformaciji preduzeća, odluku o izdavanju i prodaji akcija i odluku o organizovanju preduzeća kao društva kapitala donosi upravni odbor preduzeća na osnovu verifikovane procene vrednosti kapitala, uz saglasnost osnivača. U pitanju su javna preduzeća gde je vlasnik kapitala država, a osnivači mogu biti Republika ili lokalni nivo samouprave. Kod preduzeća gde je osnivač Republika (PTT, NIS, JAT, ŽTP, EPS, Srbijašume, Srbijavode) neophodno je usaglašavanje osnivača sa programom svojinske transformacije. Kod ovih preduzeća osnovni problem koji je usporavao svojinsku transformaciju je bila zabrana investiranja u SRJ iz zemalja EU, pošto je reč o velikom obimu kapitala koji bi bio neophodan za njihovu dokapitalizaciju. Sva ova preduzeća su u nekoj od preprivatizacionih faza, sem

<sup>252</sup> "Privredni savetnik", vanredni broj, br. 25, Beograd, decembar 1999.godine, str.31

PTT-a, gde je izvršena delimična privatizacija "Telekoma". Kod javnih preduzeća čiji su osnivači opštine, odnosno gradovi, kojih ima 539, neophodna je saglasnost osnivača uz istovremenu saglasnost države, kao vlasnika kapitala. Iako bi transformacija ovih preduzeća trebalo da bude brža, neki prethodni koraci i nerešena pitanja ograničavajuće deluju na to. U pitanju su regulativa funkcionisanja infrastrukturnih delatnosti, njihovog finansiranja, politika formiranja cena, pogotovo u oblasti prirodnih monopola.

#### 4.1.1.4. Dosadašnji rezultati i mere za intenziviranje privatizacije

Uspešna privatizacija, prema odredbama važećeg Zakona o vlasničkoj transformaciji pretpostavlja ispunjavanje najmanje sledećih zahteva, i to:

- 1) da je kvota sopstvenog kapitala zadovoljavajuća,
- 2) da rentabilitet sopstvenog kapitala odgovara očekivanom, a da je rentabilitet ukupnog kapitala niži od rentabiliteta sopstvenog kapitala, što znači da je leveridž (Leverage) faktor veći od jedinice,
- 3) da je neto obrtni fond pozitivan i da aproksimira visini zaliha,
- 4) da zalihe i kratkoročna potraživanja nisu suviše visoki,
- 5) da oslobođeni kapital kroz *cash flow* obezbeđuje zamenu postrojenjske imovine i vraćanje dospelih dugova.

Naravno, najveći broj pomenutih zahteva nije zadovoljen, na šta posebno ukazuje finansijski i rentabilitetni položaj velikih preduzeća, kojih je na dan 30.06.1999.godine bilo ukupno (bez Kosova) 953, što iznosi 1,47% od ukupnog broj preduzeća. Međutim, ova preduzeća zapošljavaju 841.254 radnika, što čini 53,94% od ukupno zaposlenih u privredi SR Jugoslavije bez Kosova. Od ukupnog broja velikih preduzeća i ukupnog broja zaposlenih u njima, najveći broj se odnosi na društvena i mešovita preduzeća, u kojima je visoko učešće društvenog kapitala, kao što se može videti iz sledeće tebele.

Tabela 25: Vlasnička struktura velikih preduzeća i broj zaposlenih u njima

R.br.	Vrsta preduzeća	Broj preduzeća		Broj zaposlenih	
1.	Društvena preduzeća	417	43,76%	482.482	57,35%
2.	Mešovita preduzeća	456	47,85%	335.791	39,92%
3.	Privatna preduzeća	70	7,34%	22.981	2,73%
4.	Zadružna preduzeća	10	1,05%		
Ukupno		953	100%	841.254	100%

Ono što Zakon o svojinskoj transformaciji i Uredba o načinu utvrđivanja vrednosti kapitala nisu uzeli u obzir, niti je o tome vođeno računa, to su sledeće činjenice:<sup>253</sup>

- a) da iznos procenjenog kapitala može da bude procenjen i da zbog toga potencijalni investitori ne budu zainteresovani za kupovinu neprodatih akcija;
- b) da je veliki broj društvenih preduzeća i društava kapitala, a naročito velika preduzeća, podzaposlen, da su izgubili tržište, da posluju sa gubitkom, da su kumulirani gubici pojeli ili gotovo pojeli sopstveni kapital, da je, zbog toga, finansijski položaj poremećen i prateća nelikvidnost prouzrokovala maksimalno kratkoročno zaduženje i nesposobnost plaćanja;

<sup>253</sup> Ranković Jovan, Privatizacija i saniranje, Zbornik radova sa Niškog savetovanja: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000., str.98-99

c) da su nepovoljan finansijski položaj i poslovanje sa gubicima isključili isplatu dividendi, što dodatno smanjuje interes za ulaganje u sva preduzeća i destimuliše postojeće akcionare na dalje držanje akcija, a stimuliše njihovu prodaju sa disažijom do bagatelne visine, kompromitujući time ideju vlasničke transformacije i otvarajući vrata za špekulacije i neopravdano bogaćenje.

Ukazivanje na pomenute nepodobnosti otkriva istovremeno brojne slabosti Zakona o svojinskoj transformaciji i pruža dosta argumenata koji objašnjavaju dosadašnji neuspeh u privređivanju i realizaciji navedenog Zakona. Radi boljeg shvatanja postignutih rezultata u procesu privatizacije posmatračemo njegov fazni razvoj. Naime, u dosadašnjem razvoju procesa privatizacije razlikujemo sledeće faze:

**I faza:** odvijala se od 1990. do 1991.godine prema Saveznom zakonu. Ovu fazu bismo mogli nazvati fazom kategorijalne liberalizacije,<sup>254</sup> jer se očekivalo da će doći do velikih promena već samim uvođenjem u zakonsku regulativu mnogih kategorija svojstvenih tržišnoj privredi;

**II faza:** odvijala se od 1991. do 1994.godine prema Republičkom zakonu. Ova faza ima dve dominantne karakteristike: s jedne strane, masovno podržavljenje kroz posebne zakone o javnim preduzećima i druge zakone, i s druge strane, kroz kontrolu i restrikciju drugih postupaka pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine. U ovim novim Republičkim zakonima u mnogim pitanjima ugrađeni su elementi restriktivnosti za privatizaciju. Rezultate ovih dveju faza možemo prikazati sledećom tabelom.

Tabela 26: Broj transformisanih preduzeća prema Zakonu po kome je transformacija izvršena

Vrsta zakona	Godina	Broj transformisanih preduzeća
Prema Saveznom zakonu	1990.	169
	1991.	1.051
Prema Republičkom zakonu	1991.	34
	1992.	139
	1993.	465
	1994.	46

Izvor: M. Zec, B. Živković, Tranzicija, IEN (1997.)

**III faza:** trajala je od 1994. do 1997.godine. Poznata je pod nazivom regresivna faza. Naime, 1994.godine izvršena je revalorizacija privatizovanog i neprivatizovanog društvenog kapitala, što je predstavljalo retrogradni proces kojim su najvećim delom poništeni rezultati postignuti u prethodnim fazama.<sup>255</sup> Pre izvršene revalorizacije učešće akcionarskog kapitala iznosilo je 43,14%, nakon izvršene kontrole od strane Službe platnog prometa ovo učešće je smanjeno na 27,49%. Kontrolišući rad Službe platnog prometa, Agencija za procenu društvenog kapitala smanjila je učešće akcijskog kapitala na 6,44%, da bi kasnije koristeći ponovne procene to učešće svela na 2,91%.

**IV faza:** trajala je od 1997. do 1999.godine. Posle kolapsa izazvanog primenom pravilnika o revalorizaciji i njegovim tumačenjima, ideja privatizacije ponovo oživljava sa

<sup>254</sup> Radmilović Stanko, Aktuelno stanje svojinske transformacije: sporost i konfuzija, Financing br.10, Financing centar, Novi Sad, 1999., str. 13

<sup>255</sup> Vujnović Borka, Cvjetičanin Danijel, Dalji putevi privatizacije, Poslovna politika, jun 1998., str.28

Zakonom o svojinskoj transformaciji 1997.godine. Ovu fazu karakteriše intenzivna institucionalizacija/regulacija. Prekinuta je besomučnom NATO agresijom na Jugoslaviju.

**V faza:** počinje u drugoj polovini 1999.godine, tj. nakon okončanja NATO agresije i traje do danas. Ni u ovoj fazi nije došlo do željenog "rasplamsavanja" privatizacije, jer prema Izveštaju Direkcije za procenu vrednosti kapitala stanje je u novembru 2000.godine bilo sledeće: u 428 preduzeća je započeta privatizacija, u 284 preduzeća je bio završen upis u prvom krugu, u 246 preduzeća završen je upis u drugom krugu, dok je svega 18 preduzeća završilo privatizaciju. Na osnovu ovih podataka možemo konstatovati da su dosadašnji rezultati svojinske transformacije kod nas poražavajući.

Teritorijalno posmatrano proces privatizacije najdinamičnije se odvijao u Beogradu i Vojvodini. U Beogradu je u transformaciju ušlo 109 preduzeća, koja raspolazu kapitalom od 8,7 milijardi dinara i koja zapošljavaju oko 36 hiljada radnika. U Vojvodini je u vlasničke promene krenulo 156 preduzeća sa oko 30 hiljada zaposlenih i sa kapitalom od 7,5 milijardi dinara. Po delatnostima, transformacija je najbrža u industriji i rudarstvu gde su 152 preduzeća donela odluku o vlasničkim promenama, pri čemu u okviru industrije privatizacija najbrže teče u proizvodnjih prehrambenih proizvoda i pića, proizvodnji celuloze i papira i osnovnih metala. U oblasti trgovine 55 preduzeća je krenulo u svojinsku transformaciju, u građevinarstvu 21 i u poljoprivredi 14 preduzeća.

Pažljivom analizom faza svojinske transformacije neminovno se dolazi do zaključka da one, uzete zajedno, predstavljaju veliko lutanje: što je u jednoj fazi smatrano tolerantnim, u drugoj je imalo tretman nepoželjnog, u trećoj je proglašavano za grabež i pljačku, da bi u četvrtoj postalo osnovno reformsko opredeljenje.

U cilju prevazilaženja postojećih problema i prepreka, kao i ubrzanja procesa privatizacije Zakonom o izmenama i dopunama zakona o svojinskoj transformaciji<sup>256</sup> Narodna skupština RS suspendovala je Zakon o svojinskoj transformaciji, a posebno deo koji se odnosi na autonomnu transformaciju. Ovo je učinjeno iz osnovnog razloga što ona ne daje odgovor na sledeća pitanja:

- pitanje većinskog vlasnika u preduzeću, jer je svojinska struktura veoma rascepkana,
- da li autonomna transformacija može da bude sredstvo reformi i
- da li sadašnji vlasnici mogu da finansiraju razvoj privatizovanih preduzeća?

U članu 1. ovog Zakona ističe se da će se novi Zakon, kojim će se urediti svojinska transformacija, doneti u roku od najduže šest meseci od dana stupanja na snagu ovog Zakona. Stoga se očekuje se da će se do juna 2001.godine u skupštinskoj proceduri naći novi nacrt ovog Zakona, koji će dati kvalitativno nova rešenja u odnosu na prethodni Zakon.

Očekuje se da novi Zakon bude:

- socijalno prihvatljiviji,
- da svi građani (sa navršenih 18 i više godina), a ne samo zaposleni, budu uključeni u privatizaciju,
- da privatizacija bude obavezna,
- da mora biti podržan od svih onih koji učestvuju u njegovom sprovođenju,
- da će se delimično napustiti koncepcija minulog rada,
- da će biti vremenski ograničen i da će se nakon 3-5 godina postići jasan režim privatne i državne svojine,
- da će se opštinama i gradovima poveriti privatizacija komunalne infrastrukture,
- da se očekuje priliv stranog kapitala a ne samo učešće finansijskih partnera,
- da će se poštovati tvrdo budžetsko ograničenje, te da će po tom osnovu doći do

---

<sup>256</sup> Zakon o izmenama i dopunama zakona o svojinskoj transformaciji, Službeni glasnik RS br. 10 od 14. februara 2001.godine

- razdvajanja dobrog dela privrede od lošeg dela privrede,
- da će stečaj biti masovno prisutan,
- očekuje se da će doći do jačanja korporativnog upravljanja,
- da će privatizacija biti javnog karaktera, tj. da se nikakvi pregovori i dogovori neće odvijati iza zatvorenih vrata, već uz poštovanje tenderske procedure,
- da će biti transparentan,
- da će sprovođenje procesa privatizacije biti tehnički jednostavno,
- da proces privatizacije bude maksimalno fleksibilan,
- da bude efikasan i i objektivni regulatorni okvir, tj. privredno-pravni ambijent za početak izgradnje moderne privrede.

Kreatori novog Zakona o svojinskoj transformaciji (privatizaciji) ističu da je razgraničenje režima, tj. načina privatizacije bilo dobro i u starom Zakonu. U tom kontekstu sva preduzeća biće razvrstana u tri grupe. Prvu grupu činiće **državna (javna) preduzeća**, gde će se privatizacija odvijati najsporije i neće biti sveobuhvatnog karaktera, jer se planira da deo ovih preduzeća ostane u državnom vlasništvu. Predlaže se da ova grupa obuhvati samo devet velikih preduzeća, kod kojih je potrebno, pre ulaska u proces privatizacije, izvršiti značajna investiranja, kako bi se tehničko-tehnološki kapacitet podigao na viši nivo, tako da će se sa njihovom privatizacijom krenuti tek nakon završetka ovih prethodnih radnji, tj. za otprilike dve godine. Drugu grupu činiće **strateški važna preduzeća**, njih oko 120-150, u okviru kojih treba razlikovati dva tipa. Prvi tip strateški važnih preduzeća predstavljaju veliki sistemi, koji se nalaze u velikoj krizi, tako da njima prethodi likvidacija, fragmentacija ili vansudsko poravnanje. Drugi tip su strateški važna preduzeća, koja se nalaze u dobrom finansijskom i operativnom stanju i od kojih u dobroj meri zavisi regionalni razvoj. Treću grupu sačinjavajuće **ostala preduzeća**. To će biti najmasovnija grupa, jer će obuhvatati oko 4.000 preduzeća. Kod njih će privatizacija biti preseljena na nivo preduzeća, jer će preduzeća biti autonomna za vođenje celog postupka privatizacije, s tim što se predviđa da pokretanje ovog postupka mogu inicirati menadžment preduzeća, investitori i Agencija za privatizaciju.

Ciljna struktura za I i II grupu preduzeća je da se do 70% prodaju strateškim partnerima, da se 15% besplatno podeli zaposlenima a da se preostalih 15% akcija usmeri ka privatizacionom registru, koji će ih kasnije besplatno podeliti građanima, tako da u sekundarnom prometu ne može biti iznenađenja oko aktuelnog vlasnika. Kada je reč o ciljnoj strukturi kod treće grupe preduzeća tu ima određenih specifičnosti. Naime, ima nagoveštaja da će Zakon ovde biti izuzetno fleksibilan i stimulativan u smislu da ako preduzeće u roku od 18 meseci završi privatizaciju, da će moći da podeli 30% akcija svojim zaposlenima, ako se ovaj proces završi u periodu od 18 - 30 meseci, preduzeća će moći da podele samo 20% akcija, a ukoliko privatizaciju privedu kraju u roku koji premašuje 30 meseci, onda će moći da podele zaposlenima samo 5% akcija. Očekuje se da mala i srednja preduzeća budu kupljena od strane zaposlenih i menadžmenta.

Što se tiče procene vrednosti kapitala i imovine preduzeća, izvesno je da se vrednost firme više neće izražavati u jednoj cifri, već će se odrediti zona, tj. raspon vrednosti u okviru koga će moći firma da se proda. Ova solucija se zagovara zbog toga što nijedna procena, bez obzira koliko ona bila egzaktna, ne može biti realna, zato što se realna vrednost neke firme može utvrditi samo na sekundarnom tržištu kapitala, koje kod nas nažalost ne funkcioniše.

U preliminarnoj diskusiji oko novog Zakona o svojinskoj transformaciji zagovaraju se dva modela i to: prodaja i besplatna podela zaposlenima i građanima, pri čemu bi osnovne tehnike prodaje bile tender (direktna prodaja) i aukcija.

Međutim, u dosadašnjoj praksi u tranzitornim ekonomijama iskristalisala su se četiri osnovna modela: reprivatizacija, tj. denacionalizacija, prodaja, besplatna podela i

akcionarstvo zaposlenih. Nažalost, nijedan od njih nije savršen, već svaki poseduje svoje prednosti i nedostatke.

*Reprivatizacija* predstavlja oblik privatizacije zato što obuhvata vraćanje svojine nad državnim ili društvenim preduzećima i drugom produktivnom imovinom bivšim vlasnicima ili njihovim naslednicima. Povraćaj se može izvršiti u vidu naturalne restitucije ili suvlasništva na datom preduzeću ili imovini ili u obliku kompenzacije u vidu suvlasništva na nekom drugom preduzeću ili imovinu ili u obliku državnih obveznica ili novca. Od zemalja u tranziciji samo je u Estoniji učinjen pokušaj da se izvede što šira reprivatizacija, dok je u Poljskoj, Češkoj, Sloveniji, Hrvatskoj i Makedoniji izvođena sa manjim elanom i dala je manje rezultate. Iz ovih razloga smatramo da ovaj model ne treba posebno zagovarati kod nas i očekivati neke značajne rezultate od njega, ali ga ne treba ni diskvalifikovati unapred.

*Prodaja* državnog preduzeća privatnim licima je najstariji metod privatizacije, koji je bio a i sada je u upotrebi u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju. Najtipičniji primer je (re)privatizacija u Velikoj Britaniji tokom 80-ih godina XX veka, koja je i pokrenula talas privatizacije u celom svetu. Dve osnovne tehnike koje se koriste za prodaju preduzeća su: javni upis akcija i direktna prodaja najpovoljnijem ponuđaču. U zemljama u tranziciji, privatizaciju kroz prodaju, najdoslednije su koristili Nemačka (za istočnonemačku privredu), Mađarska i Estonija, gde su postignuti i najbolji rezultati u ovom procesu. Prodaja kapitala preduzeća dominantnom vlasniku je superiorna sa stanovišta ekonomske efikasnosti, jer donosi dobro upravljanje, proširenje poslova, reorganizaciju, jačanje discipline, više preduzetništva, mogućnost orijentacije na strano tržište, donosi prihod državnoj blagajni, itd. Osnovne teškoće sa kojima se suočava ovaj model su u osnovi političke i tehničke prirode. Od političkih teškoća treba izdvojiti sledeće: zaposleni i postojeći menadžeri mogu se usprotiviti prodaji braneći svoje interese, deo stanovništva može postprivatizacionu distribuciju imovine doživeti kao nepravednu, kupovina preduzeća od strane inostranih investitora može se tumačiti kao prodaja nacionalne suverenosti, itd. Tehnički problemi odnose se na složenost, dugotrajnost i troškove procedure pripremanja svakog pojedinačnog preduzeća za prodaju. Ovde pri korišćenju ovog metoda privatizacije ne smemo prenebregnuti činjenicu da prodaja većeg broja preduzeća ne može biti izvedena brzo, što se ponekad smatra važnim nedostatkom ovog modela. Međutim, ni alternativni modeli često ne daju brze rezultate, tako da smatramo da ovaj model treba da predstavlja jedan od osnovnih modela koji će biti primenjen kod nas.

*Besplatna podela ili vaučerska privatizacija* rezultat je inovativnog pristupa rešavanju problema brze i efikasne privatizacije u zemljama u tranziciji. Ideja je jednostavna: građanima se besplatno podeli specijalan privatizacioni novac (vaučeri), kojima oni kupuju akcije preduzeća. Vaučeri mogu biti dati građanima ili u jednakom ili u nejednakom iznosu, prema godinama starosti ili radnog staža. Vaučerska privatizacija može biti organizovana centralizovano, za veći broj preduzeća odjednom (češki sistem) ili decentralizovano, za svako preduzeće pojedinačno (ruski sistem). Ovaj model privatizacije delimično su još koristile i Poljska, Litva, Letonija, Slovenija, Jermenija, Kazahstan, Kirgizija, itd. Kako vaučeri nisu mogli da se prenose među građanima, u ovim zemljama formirani su investicioni fondovi, koji su akumulirali vaučere građana i na taj način "kupovali" akcije preduzeća, dok su građanima zauzvrat davali svoje akcije, koje su ovi mogli da unovče. Vaučerska privatizacija predstavlja elegantan i relativno brz metod privatizacije, vrlo povoljan po politički rejting vlade koja je izvodi. Transparentnija je od drugih modela i njome se izbegavaju problemi procene vrednosti koji postoje kod ostalih vidova privatizacije. Međutim, problem sa vaučerskom privatizacijom je taj što ne obezbeđuje dobro upravljanje preduzećima. Naime, široko raspršeno vlasništvo neminovno dovodi do toga da niko nema kontrolu nad preduzećem, što dovodi do pojave tzv. pasivnog



vlasništva. Jedno od rešenja za ovaj problem je formiranje investicionih fondova, ali i ovde se javlja problem njihovog upravljanja.

*Akcionarstvo zaposlenih* znači znatne popuste na cenu akcija ili delimično besplatnu podelu menadžerima i zaposlenima u preduzećima koja se privatizuju. Dakle, ono predstavlja kombinaciju prodaje i besplatne podele, s tim da su beneficije podele ograničene na zaposlene u datom preduzeću. Ovaj model privatizacije posebno je našao plodno tle u bivšim republikama SFRJ, kao politički najbezbolniji način prelaska iz samoupravne i privatnu privredu, jer kontrola ostaje u rukama zaposlenih, bar u kratkom i srednjem roku. Akcionarstvo zaposlenih može biti izvedeno relativno brzo (Hrvatska) ali ono može biti i spor metod privatizacije (Srbija i Slovenija). Ovaj model ima brojne slabosti: zaposleni, da bi zadržali kontrolu nad preduzećem, skloni su da onemoguće pristup spoljnim investitorima, što sigurno vodi nedovoljnim investicijama. Međutim, ni spoljni investitori nisu zainteresovani za ovakva preduzeća, jer u njima postoji jasno izražena tendencija da se isplaćuju previsoke zarade i da se održava preterena zaposlenost.

Dosadašnja iskustva o efektima privatizacije pokazuju da najbolje performanse imaju nove privatne firme, da slede privatizovane firme sa spoljnim vlasnicima i da na kraju dolaze firme privatizovane kroz akcionarstvo zaposlenih.<sup>257</sup> Prema tome, ne postoji savršen model privatizacije, kod koga bi vrline ubedljivo pretezale nad nedostacima. Zbog toga je izbor između metoda težak i mora biti zasnovan, kako na ciljevima koji se žele ostvariti, tako i na realnom ekonomskom stanju u kome se privreda zemlje nalazi. Znači izbor modela privatizacije treba da zavisi od načelnih prednosti i nedostataka pojedinih metoda privatizacije, stanja preduzeća koja bi trebalo privatizovati i ekonomskog i političkog ambijenta u kome se odvija privatizacija. Zbog toga smatramo da prednost u privatizacionom procesu u Srbiji treba dati prodaji preduzeća (plaćanje bi se vršilo u dinarima, devizama i obveznicama za staru deviznu štednju), uz dopuštanje korišćenja i ostalih metoda, gde uz napred pobrojanih modela, smatramo da treba uzeti u obzir i dokapitalizaciju preduzeća i konverziju duga u akcije poverilaca.

S obzirom na ovako krupne promene u odnosu na rešenja iz Zakona o svojinskoj transformaciji iz 1997.godine, jasno proizilazi da je opravdanije donošenje novog a ne dopuna postojećeg Zakona. Međutim, ni rešenja koja će ponuditi novi Zakon o svojinskoj transformaciji (privatizaciji) nisu garancija da će se ovaj proces efikasno okončati. Uzimajući u obzir činjenicu da se kao dominantan metod privatizacije pominje prodaja preduzeća, odmah se nameće dilema da li će biti dovoljno eksternih investitora zainteresovanih za kupovinu naših preduzeća, koja imaju vrlo loše performanse, koliko dugo će ovaj proces trajati, itd. Još krupniji problem je dati odgovor na pitanje kome će biti uplaćena sredstva od prodaje preduzeća, da li će to biti neki poseban fond za razvoj, penzioni fond, državni budžet, ili neko četvrti, da li će nešto od tih sredstava biti usmereno na restrukturiranje i razvoj prodatih preduzeća, itd.

Kakve i kolike efekte će doneti nova zakonska rešenja u procesu privatizacije u Srbiji, između ostalog zavisi i od toga da li će postojati efikasan informacioni tok, odnosno neophodno je obezbediti slobodnu i nesmetanu cirkulaciju informacija na svim nivoima i među svim potencijalnim investitorima. U tu svrhu neophodno je poseban akcenat staviti na edukaciju šire javnosti i njenom upoznavanju sa svim značajnim terminima, prednostima i nedostacima koje sa sobom nosi tržišna privreda. To podrazumeva svakodnevni pristup stručnjaka iz ovih oblasti medijima, počev od državne i lokalnih televizija, preko radio stanica pa do dnevne i periodične štampe. Očekuje se da će uspešnosti procesa privatizacije doprineti i odredbe o nepostojanju retroaktivnosti, skidanju zabrane sa prometa akcija (oslobodiće se sekundarni promet akcijama) i ukidanju

---

<sup>257</sup> Havrylyshyn, O., McGettigan, D., Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature, IMF, WP/99/6, January 1999.,

prava preče kupovine. Paralelno sa donošenjem novog Zakona o svojinskoj transformaciji (privatizaciji) neophodno je prilagoditi i ostale sistemske zakone, kako se oni ne bi javili u ulozi kočničara procesa privatizacije. U tom kontekstu treba izmeniti i prilagoditi Zakon o finansijskim tržištima i finansijskim posrednicima, Zakon o bankama, Zakon o preduzećima, Zakon o hartijama od vrednosti, doneti nov Zakon o investicionim fondovima, Zakon o akcijskom fondu, izmeniti i doneti brojne uredbe vezane za ovu problematiku.

Za uspeh privatizacije, pored inoviranja zakonske regulative neophodno je sprovesti šire ekonomske reforme, uključujući stvaranje uslova za stabilno makroekonomsko okruženje, liberalizaciju trgovine, liberalizaciju cena, reformu finansijskog sektora, eliminaciju budžetskih dotacija, vođenje prokonkurentne politike, što sve predstavlja važan okvir za uspeh programa privatizacije.

#### **4.1.2. Tvrdo budžetsko ograničenje - ključna pretpostavka za dalji razvoj finansijskog tržišta u Jugoslaviji**

Ekonomska politika ima pred sobom više različitih ciljeva, koje treba da ostvari, pri čemu se javlja problem njihovog usklađivanja. Stav da stopa rasta novčane mase treba da bude stavljena u centar srednjoročne antiinflacione strategije povezan je sa monetarizmom, pod kojim se podrazumeva neintervencionistički tip ekonomske politike. Glavni ciljevi takve politike su smanjivanje obima javnog sektora i proširenje uloge tržišnih mehanizama u organizaciji ekonomskog života zemlje. U modernoj istoriji zemalja tržišne ekonomije jedan od važnih izvora preterane monetarne ekspanzije bila je "potreba" država da finansiraju svoju potrošnju pozajmljujući novčana sredstva od centralne banke. Opozivanje je politički nepopularno, jer smanjuje raspoloživi dohodak ekonomskim subjektima. Prodaje državnog duga, tj. obveznica su, takođe, nepopularne, jer ove operacije utiču na povećanje nivoa tržišnih kamatnih stopa i zahtevaju povećanje poreza u budućnosti, kako bi se obezbedilo uredno servisiranje javnog duga koji je kreiran. Stoga, kada postoji visok nivo državne intervencije u privredi i zbog toga visok nivo javne potrošnje, javlja se razumljiv politički pritisak u pravcu monetarne ekspanzije.

Ako se pristupi sprovođenju srednjoročne monetarne politike usmerene ka kontroli inflacije putem postupnog obaranja stope monetarnog rasta, javna potrošnja ne mora nužno da bude značajno redukovana<sup>258</sup>. Smanjenje javne potrošnje predstavlja samo jednu od mogućnosti. Alternativna rešenja uključuju primenu odgovarajuće poreske politike ili povećanu prodaju državnih obveznica. Nijedna od ovih alternativa nije laka za sprovođenje. Međutim, to su ipak realne alternative u odnosu na politiku održavanja visoke javne potrošnje i njenog kontinuiranog finansiranja kroz mehanizam kreiranja novca centralne banke. Takva politika će postati politički nepopularna, jer će nebankarski ekonomski subjekti pre ili kasnije shvatiti korelaciju vezu između visokih stopa monetarnog rasta i tekućih stopa inflacije.

U najopštijim izrazima budžetski deficit se određuje kao negativna razlika između ukupnih prihoda države i njenih izdataka.<sup>259</sup> Ma koliko ova definicija bila tačna, nije od velike koristi u analizi pojave koju semantički izražava, a potpuno je neupotrebljiva ukoliko bi se na njenoj osnovi htela da odredi ekonomska politika za prevazilaženje stanja

---

<sup>258</sup> Živkovića Aleksandar, Komazec Slobodan, Monetarna ekonomija - Mehanizam i politika efikasnog upravljanja novcem, Čigoja, Beograd, 1998., str.523

<sup>259</sup> Savin Davor, Monetarna politika i budžetski deficit, Berza br. 7-8, Želid, Beograd, 1997., str.31

fiskalne neravnoteže. Budžetski deficit može biti dvojak: strukturalni i konjunktorni. *Strukturalni deficit* proističe iz propusta u procenjivanju bitnih elemenata budžeta, zbog neostvarenih prihoda u planiranom obimu, zbog smanjenja potrošnje ovih proizvoda na koje se plaća porez na promet, i sl. *Konjunktorni deficit* nastaje zbog smanjenja obima prihoda nastalog kao posledica ekonomske stagnacije i krize u nacionalnoj privredi, tako da ova vrsta deficita ima teže ekonomske posledice u odnosu na strukturalni deficit.<sup>260</sup> Budžetski deficit može da se pokrije, tj. finansira iz različitih izvora, od kojih su najznačajniji sledeći:

- krediti centralne banke,
- krediti ostalih monetarnih institucija (poslovnih banaka),
- krediti nemonetarnih finansijskih institucija,
- emitovanje obveznica i
- zaduživanje u inostranstvu.

Korišćenje različitih izvora finansiranja budžetskog deficita može imati različite prateće efekte, kao što su dodatno kreiranje novca i uticaj na preraspodelu nacionalnog dohotka, ali je osnovno pravilo da će ovi efekti zavisiti od primene drugih mera ekonomske politike. Najmanje negativne konsekvence se mogu očekivati od finansiranja deficita putem emisije obveznica, a zatim korišćenjem kredita nemonetarnih finansijskih institucija. Korišćenje kredita monetarnih institucija, posebno centralne banke, nosi potencijalni rizik dodatne monetarne ekspanzije i usled toga ga treba primeniti kao krajnje rešenje.

Emisija obveznica (kratkoročnih na tržištu novca i dugoročnih na tržištu kapitala) izaziva tzv. efekat istiskivanja (*crowding-out effect*), koga je pre više od 60 godina izložio R. G. Hawtrey.<sup>261</sup> Suština ovog efekta ogleda se u tome što sredstva prikupljena na finansijskom tržištu putem prodaje državnih obveznica znače njihovo povlačenje sa finansijskog tržišta i usmeravanje u javnu potrošnju. Na ovaj način javna potrošnja se finansira iz realnih izvora, tj. iz štednje, a ne putem kreiranja novca centralne banke, što uslovljava smanjenje ponude finansijskih sredstava na finansijskom tržištu, što se reflektuje u porastu kamatnih stopa i istiskivanju ekvivalentnog obima potrošnje privatnog sektora privrede, tako da je ekspanzioni efekat budžetskog podsticaja ravan nuli. Razlikujemo dva efekta ovog istiskivanja: direktni (realni) i indirektni (finansijski).<sup>262</sup> *Direktni ili realni efekat istiskivanja* javlja se kada država poveća tražnju za finansijskim izvorima, pri čemu dolazi do reduciranja obima sredstava, koji bi inače bio na raspolaganju drugim subjektima, posebno privredi. *Indirektan ili finansijski efekat istiskivanja* javlja se kada pojava dodatne tražnje na finansijskom tržištu, ukoliko je ono organizovano i bez administrativnog uplitanja, deluje na povećanje kamatnih stopa. Povećane kamatne stope destimulišu zajmotražioce, tj. investitore da ulažu u nove investicione programe, što se u krajnjoj liniji pokazuje u nižoj stopi rasta društvenog proizvoda. Razume se, do pomenutog efekta dolazi jedino ukoliko je tražnja privrednog sektora visoko elastična na promenu kamatne stope.

Ne treba gubiti iz vida činjenicu da odlučivanje u pogledu izvora finansiranja budžetskog deficita nije bez ograničenja: u uslovima razvijene privrede, s razvijenim finansijskim tržištem, okviri odlučivanja u ovom pogledu su širi nego u uslovima manje razvijenih privreda, s uprošćenom finansijskom strukturom i permanentno većom tražnjom za finansijskim sredstvima od njihove ponude. Paralelno sa prihvatanjem budžetskog deficita kao važnog instrumenta ekonomske politike u savremenim uslovima, teorija i

<sup>260</sup> Jovanović Miodrag, *Finansije u teoriji i praksi*, Prosveta Niš, 1996., str. 237

<sup>261</sup> Efekat istiskivanja objašnjen je u radu pod nazivom *Public Expenditure and the Demand for Labour*, koji je objavljen u časopisu *Economica*, u martovskom broju 1925. godine.

<sup>262</sup> Savin Davor, *Budžetski deficit i tržište novca*, Berza br. 1, Želnid, Beograd, 1997., str. 46

praksa naglašavaju potrebu pažljivog odmeravanja upotrebe ovog instrumenta, kako bi se izbegle moguće negativne posledice njegove neadekvatne upotrebe. U ovom pogledu treba posebno imati u vidu sledeću moguću negativnu posledicu neadekvatne upotrebe budžeta, kao instrumenta ekonomske politike. Finansiranje deficita može prouzrokovati znatne poremećaje u tokovima finansiranja privrede. U slučaju deficita usled dodatnog povećanja potrošnje, pojava države kao tražioca sredstava smanjuje okvire finansiranja privrede, što može uticati na usporavanje investicija i privrednog rasta. U slučaju budžetskog deficita usled smanjenja oporezivanja, opasnost poremećaja je manja, ali nije isključena. U ovom slučaju je logično očekivati da pojava države kao tražioca sredstava bude praćena redukcijom tražnje kredita od strane privrede i stanovništva u sličnom iznosu.

U uslovima jugoslovenske privrede nije moguće isključiti mogućnost da budžetski deficit i javni zajmovi predstavljaju značajan instrument ekonomske politike. Decentralizovano odlučivanje o obimu i strukturi proizvodnje, cenama roba i usluga, raspodeli dohotka, akumulaciji, investicijama, uvozu, izvozu i finansijskim transakcijama uopšte, zahteva adekvatno korišćenje posrednih instrumenata ekonomske politike, među kojima fiskalna politika i politika javnih zajmova zauzimaju važno mesto, paralelno s monetarnom politikom. Međutim, imajući u vidu mnogostruku uzročnu povezanost delovanja budžetskog deficita s institucionalnim, privrednim i drugim specifičnostima jugoslovenske privrede, korišćenje ovih instrumenata očigledno mora da bude prilagođeno konkretnim uslovima. Pojava javnih zajmova kao novog finansijskog instrumenta na finansijskom tržištu imala bi značajne pozitivne efekte na tokove finansiranja privrede SR Jugoslavije: uticaj na razbijanje monopolskog položaja poslovnih banaka, eliminisanje teritorijalnih ograda finansijskim tokovima, veće stimulatívno dejstvo na štednju i ponudu finansijskih sredstava i izraženije delovanje ekonomskih kriterijuma u finansijskim operacijama kako finansijskih, tako i nefinansijskih institucija.

Jugoslovenska finansijska stvarnost toliko je nepovoljna da se slobodno može reći da je alarmantna, što se može videti iz sledećih činjenica:

- 1) nelikvidnost je poprimila dramatične razmere, posebno u srednjim i velikim preduzećima sa državnim i društvenim oblikom svojine;
- 2) tražnja za raznim (svim) vrstama kredita je izuzetno velika i to ne samo za finansiranje novih poslova nego i za plaćanje enormnih kamata;
- 3) svi finansijski instrumenti obezbeđenja naplate potraživanja postali su krajnje neefikasni;
- 4) u ovakvom ambijentu proizvođači deficitarnih roba isporučuju robu samo uz avansno plaćanje, što "tera" privredne subjekte da pozajmljuju novac ne pitajući za cenu;
- 5) ponuda kredita od strane bankarskog sektora je na zanemarljivom nivou, jer one predstavljaju najnelikvidniji sektor koji se manifestuje u stalno prisutnim minusnim saldima. Ovakva porazna situacija rezultat je oslabljenog bezgotovinskog plaćanja i atrofije svih aspekata štedno-depozitne funkcije banaka;
- 6) kao rezultatna hipertrofirane tražnje za kreditima u odnosu na nedovoljnu ponudu, javlja se situacija da su komercijalne kamatne stope na vrlo visokom nivou;
- 7) u uslovima kada je bankarska ponuda kredita presušila, odnosno kad vlasnici finansijskih sredstava zaobilaze banke i kreditne pozajmice direktno plasiraju korisnicima, mogućnost monetarne vlasti da merama monetarne politike ili administrativnim ograničenjima obore enormno visoke kamatne stope, gotovo je ravna nuli;
- 8) "crni" devizni kurs je bio pet do šest puta viši od zvaničnog (ovaj problem je rešen u međuvremenu, jer je najpre izvršena devalvacija dinara i njegov odnos

prema nemačkoj marci utvrđen je na nivou 30 : 1, da bi početkom 2001.godine bio uveden rukovođeno privajući kurs.

Ovakva jugoslovenska finansijska stvarnost ima vrlo nepovoljne implikacije u privrednim kretanjima. Visoke kamatne stope, ranije isforsiran nivo zarada, tj. održavanje javne potrošnje iznad ostvarivanog društvenog proizvoda, visoki troškovi uvoza, itd. vrše troškovno-inflacioni pritisak. S druge strane, ne samo međunarodne sankcije (koje su delimično ukinute oktobra 2000.godine, a kasnije i većina drugih) i nekonzistentan privredni sistem, nego i visoke kamatne stope, pogrešno usmeravani emisioni tokovi novca, poniranje novca u preduzeća koja predstavljaju "bunare bez dna", itd. guše proizvodnju i tamo gde ona može biti veća.

Dosta je rasprostranjeno, ali i sasvim pogrešno, mišljenje da se pojam budžetskog ograničenja odnosi samo na državni budžet. Čvrsto budžetsko ograničenje ima mnogo šire značenje i mnogo veći značaj. Naime, zahtev za striktnim sprovođenjem čvrstog budžetskog ograničenja ne svodi se nikako samo na to da vlade ne treba da podležu iskušenju da olako prekoračuju okvire svojih budžeta. Budžet kao sistematski i u ciframa izražen pregled državnih prihoda i rashoda za vremenski period od jedne godine, znatno je uži pojam od javnih prihoda i javnih rashoda. Očigledno je da budžet, kao uži deo javnih finansija, može biti u ravnoteži ali da to ne znači da su nužno u ravnoteži i javne finansije u celini. Veliki deficiti mogu postojati, a u jugoslovenskim uslovima i postoje, u vanbudžetskom delu javnih finansija, tj. u paradržavnim institucijama zdravstva, obrazovanja, nauke, socijalnih i penzionih fondova, itd. Prema tome, čvrsto budžetsko ograničenje podrazumeva sprovođenje politike uravnoteženosti ne samo državnog budžeta, nego i javnih finansija u celini, pri čemu posebnu pažnju treba posvetiti načinu pokrivanja deficita u javnim finansijama, ako do njega dođe. Ako se deficit u javnim finansijama pokriva iz tzv. realnih izvora, emitovanjem državnih obveznica i njihovom prodajom na otvorenom finansijskom tržištu i to bez prodaje centralnoj banci, onda to pokazuje da se finansijski sistem nalazi u vodama čvrstog budžetskog ograničenja, uprkos postojanju deficita u javnim finansijama. Bazična pretpostavka za takav način pokrivanja je postojanje razvijenog finansijskog tržišta i visokog nivoa poverenja u državu od strane svih učesnika na tržištu, u kom slučaju govorimo o povratnom pozitivnom dejstvu finansijskog tržišta na očuvanje čvrstog budžetskog ograničenja. Suština ovog načina pokrivanja deficita je u tome da se aktivira što veći deo tezaursane novčane akumulacije. Međutim, sa razvojnog stanovišta ovakva upotreba nije optimalna, jer se sredstva usmeravaju, umesto u privredu, za pokrivanje javnih rashoda.

Ukoliko se deficit u javnim finansijama ne može izbeći i ukoliko se ne može pokriti iz realnih izvora na napred navedeni način, javlja se neophodnost njegovog pokrivanja iz primarne emisije, što izaziva nepovoljna kretanja u privredi. U zavisnosti od implikacija na performanse finansijskog sistema, odnosno na stabilnost privrednih kretanja, razlikuju se sledeće varijante:

1) *pokriće deficita putem operacija na otvorenom finansijskom tržištu*, pri čemu otkup državnih obveznica vrši Narodna banka preko odgovarajućih finansijskih posrednika, kao što su diskontne kuće. Ovakav način pokrivanja deficita pokazuje da je finansijsko tržište razvijeno i ekonomska stabilnost nije ugrožena;

2) *pokriće deficita neposrednim kreditiranjem države i paradržavnih institucija od strane Narodne banke*. Ovakav način pokrivanja deficita je sa finansijsko-tržišnog aspekta krajnje nepovoljan i znači da finansijsko tržište nije razvijeno. Ukoliko se finansijsko tržište nalazi u razvoju doći će do njegove destrukcije i do pojave inflatornih kretanja;

3) *pokriće deficita u javnim finansijama izazivanjem gubitaka, a time i nelikvidnosti u javnim, tj. državnim preduzećima* (depresiranjem njihovih cena bez odgovarajućih kompenzacija, zahvatanjem i usmeravanjem u javne prihode suviše velikog dela prodajnih cena njihovih proizvoda, itd.) neizbežno ima nepovoljne razvojne posledice

u obliku njihove nelikvidnosti i zaostajanja u razvoju što se kad-tad mora vratiti kao bumerang u obliku nestašica i/ili povećanih izdvajanja da bi se nadoknadila dekapitalizacija i dezinvestiranje u ovim sektorima. Ako se gubici u njima pokrivaju iz primarne emisije, to predstavlja i podrivanje funkcionisanja finansijskog sistema i narušavanje ekonomske stabilnosti sa nepovoljnim implikacijama na performanse finansijskih tržišta;

4) najpogubniji oblik pokriva deficita u javnim finansijama i u državnom sektoru privrede je *neizmirivanje njihovih obaveza prema dobavljačima i drugim poveriocima*, jer direktno doprinosi da u privrednom sistemu zavlada meko budžetsko ograničenje.

Krivica za nepovoljnu finansijsku situaciju najčešće se traži u monetarnoj politici, ali na kontroverzan način: prema nekim mišljenjima ovakva finansijska situacija je rezultat restriktivne monetarne politike, dok po drugima ona nije kriva zbog toga što je restriktivna, već naprotiv, zbog toga što to u dovoljnoj meri nije. Međutim, restriktivna monetarna politika nije odgovorna za širenje opšte nelikvidnosti i za formiranje enormno visokih kamatnih stopa, već su glavni uzroci ovako teške i haotične situacije mnogo dublji. Sasvim je izvesno da bi ekspanzivna monetarna politika neuporedivo više uticala na ubrzanje inflacije bez značajnijeg uticaja na snižavanje realnih kamatnih stopa i povećanje proizvodnje. Kejnzijanizam se pokazao neadekvatnim i u regularnim ekonomijama, a u našim uslovima defektnog privrednog sistema i međunarodnih sankcija, nikakvih pozitivnih efekata ne bi moglo biti. Do istog rezultata - da uzroci slabih performansi finansijskog sistema i teške finansijske situacije ne izviru iz monetarne politike - dolazimo i ako analiziramo mišljenje da ona i nije bila restriktivna, već zapravo ekspanzivna. U prilog ovoj tvrdnji ide i činjenica da kod nas postoje tzv. nedozvoljena minusna, tj. crvena salda na žiro-računima banaka, koja predstavljaju neregularni emisioni kanal primarne emisije novca. Naime, u našim uslovima deponenti banke mogu da disponiraju sredstvima na svojim žiro-računima kod banaka i u slučaju kada je banka nelikvidna. Ova anomalija javlja se kao posledica činjenice da su kod nas prilikom institucionalizacije bankarskog sistema "tvrda" rešenja namerno izbegnuta, jer ista nisu u skladu sa našim nekonzistentnim privrednim sistemom. Ovde treba pomenuti i to da u novčanu masu ne ulaze nenaplaćeni krediti banaka, kao ni međusobna nenaplaćena potraživanja firmi i njihova potraživanja od paradžavnih institucija i državnog budžeta, ali ne smemo zaboraviti da su za veličinu agregatne robne tražnje relevantni i drugi oblici finansijske aktive a ne samo novac. Prema tome, mogućnost dubokog i dugotrajnog poniranja banaka i preduzeća u minusna salda i dugotrajne nelikvidnosti i blokade žiro-računa preduzeća, bez pokretanja stečajnih postupaka, znače odsustvo tvrdog budžetskog ograničenja, odnosno znače meke finansije.

Sušтина mekog budžetskog ograničenja je u tome da se bolesne ćelije privrednog organizma ne odstranjuju, već svoju bolest prenose i na zdrave ćelije, odnosno insolventno preduzeće svoju insolventnost socijalizuje i na taj način nekako opstaje ali finansijski onesposobljava zdrava preduzeća. Rezultat je jasan: svi opstaju ali proizvodnja opada, jer i zdrava preduzeća bivaju onemogućena da proizvedu onoliko koliko bi mogla kad bi im se potraživanja redovno izmirivala, što sve zajedno dovodi do toga da nelikvidnost prerasta u opštu pojava a kamatne stope rastu do enormno visokog nivoa.<sup>263</sup>

Poboljšanje performansi jugoslovenskog finansijskog sistema i poboljšanje jugoslovenske finansijske situacije ne mogu se ostvariti bez uspostavljanja tvrdog budžetskog ograničenja, a to opet nije moguće bez otklanjanja fundamentalnog nedostatka, tj. bez eliminisanja svojinske nekonzistentnosti u temeljima celokupnog privrednog sistema. Privatna svojina, tvrdo budžetsko ograničenje i profitabilna ciljna funkcija

---

<sup>263</sup> Radmilović Stanko, Meko budžetsko ograničenje - velika prepreka za razvoj finansijskih tržišta, Zbornik radova sa III Miločerskog savetovanja: Finansijska tržišta Jugoslavije - ograničenja i mogućnosti, SES, Beograd, 1995., str.38

predstavljaju takav lanac međusobnih uslovljenosti da nikako ne mogu postojati samo dve karike bez treće. Privredni sistem bez bilo kog od ovih elemenata nužno ima fundamentalni nedostatak sa kojim nikako ne može biti efikasan i ne može biti osnova za blagostanje, socijalnu pravdu i socijalnu sigurnost.

Narodna banka Jugoslavije imaće posebno veliku ulogu i odgovornost u napuštanju voda mekog i prelaz na čvrsto budžetsko ograničenje.

Naime, NBJ ne sme više da bude servis vlade, već mora da poseduje izvesnu nezavisnost u pogledu odobravanja kredita državi iz primarne emisije, a ne da to čini kad god to državi zatreba. Kada vladi postane jasno da je sa dosadašnjom praksom kreditiranja budžetskog deficita iz primarne emisije gotovo, ona će biti prinuđena da se okrene traženju drugih, tj. realnih izvora. Po ovom pitanju u poslednjih šest meseci postignuti su zadovoljavajući rezultati, jer se maksimalno ide na poštovanje napred iznetih stavova.

Dalje, NBJ moraće da redefiniše svoj odnos i stav prema poslovnom bankarstvu u smislu da ne sme više da toleriše nonšalantno ponašanje pojedinih banaka u pogledu korišćenja tzv. crvenog salda. NBJ mora biti izričita u ovom opredeljenju, tako da za prekršioce ovog stava bude vrlo rigorozna u preduzimanju sankcija, pri čemu se ni pod kojim uslovima ne sme tolerisati i dozvoliti nijednoj banci da nesmetano posluje i u slučaju postojanja minusnog salda, tj. nedovoljnosti sredstava za izmirenje tekućih obaveza. U poslednje vreme dosta se radi na ovom pitanju i ima nagoveštaja da će se ovakvoj praksi stati na put. U tom cilju NBJ vrši temeljnu kontrolu i analizu našeg bankarskog sektora, kako bi sagledala pravo stanje i shodno tome preduzela adekvatne mere za rehabilitaciju domaćih banaka. Preliminarna istraživanja pokazuju da je stanje izuzetno teško, te da je za rehabilitaciju našeg bankarskog sistema neophodno obezbediti ogromna sredstva (cifra koja je u opticaju je preko 20 milijardi nemačkih maraka), što je za nas preveliki zalogaj, koji nećemo moći da savladamo bez pomoći međunarodne zajednice. Za ovaj složeni poduhvat biće potrebno i dosta vremena. Prema optimističkim procenama vremenski horizont je od 3-7 godina, a prema pesimističkim procenama ovaj period kretao bi se u intervalu od 5-10 godina.

U cilju prelaska na tvrdo budžetsko ograničenje, NBJ mora biti rigorozna u sprovođenju zakonskih odredbi, koje se odnose na njenu obavezu u pokretanju stečajnog postupaka. Naime, prema važećim zakonskim aktima filijale NBJ u obavezi su da pokrenu inicijativu za otvaranje stečajnog postupaka pred nadležnim privrednim sudom prema svim pravnim licima koja imaju blokiran žiro-račun u neprekidnom trajanju od 60 dana ili ako ta blokada u prekidima iznosi 75 dana. NBJ je ovaj posao do sada svesno odlagala iz prostog razloga što značajan broj naših preduzeća u državnoj i društvenoj svojini odavno ispunjava ovaj uslov, ali zbog nepostojanja rešenja za upošljavanje ili socijalno zbrinjavanje radnika, koji bi u postupku stečaja ostali bez posla ne usuđuje se na primenu ovog rigoroznog, ali po svemu sudeći neophodnog poteza.

U borbi protiv mekog budžetskog ograničenja NBJ može efikasno da koristi još jedan instrument. Reč je o slanju svojih inspektora u preduzeća za koja se sumnja da se oglašuju o poštovanju odredbi finansijske discipline, koje se odnose na izmirivanje obaveza. Naime, u našoj praksi odomaćilo se pravilo da su neizmirene tekuće obaveze osnovni izvor obrtnih sredstava. Preduzeća zbog nedovoljne upošljenosti svojih kapaciteta i predimenzioniranosti broja zaposlenih, odnosno zbog ostvarivanja prihoda u nedovoljnom obimu, vrlo često su a i sada to čine, posezala za trošenjem tuđih sredstava radi "očuvanja mira u svojoj kući". To se pre svega odnosi na neizmirivanje obaveza prema dobavljačima, prema radnicima za penzijsko i invalidsko osiguranje, pa čak i prema državi za razne poreze. Sve dok se toleriše ovakvo ponašanje preduzeća ne može se govoriti o finansijskoj disciplini, a samim tim ni o čvrstom budžetskom ograničenju.

Kao što se iz napred navedenih konstatacija može videti pred NBJ stoji velika odgovornost u pogledu napuštanja mekog i prelaska na čvrsto budžetsko ograničenje. Pun

efekat može se očekivati ako postoji sinhronizovano i usaglašeno dejstvo države i njenih organa, s jedne, i NBJ s druge strane.

#### **4.1.3. Poreski podsticaji kao neophodnost za dalju afirmaciju i razvoj našeg finansijskog tržišta**

U savremenim razuđenim poreskim sistemima širi se osnovica za oporezivanje. Oporezuje se promet, imovina i prihod. Stalnim širenjem osnovice nastoji se da se snize poreske stope ili barem da se uspori njihov rast. Na taj način postiže se najbolji kompromis između neophodnih i sve većih javnih prihoda i rashoda i potrebe da se podnošljivim poreskim teretom nediskriminatorski podstiče razvoj. Da bi se očuvala izdašnost poreza, neophodno je održavati i podsticati obim prometa kod indirektnog oporezivanja, dok je kod direktnih poreza neophodno usklađivati poreski teret sa ekonomskom snagom poreskih obveznika, jer ukupan poreski teret snažno utiče na privredni rast zemlje. Visina poreskog tereta, takođe, utiče i na odvijanje transakcija i funkcionisanje finansijskog tržišta. Izbegavanje višestrukog oporezivanja uslov je za ravnomerniji raspored poreskog tereta. Remećenjem ovog principa neopravdano se uvode poreske diskriminacije i remeti se tržište.

U savremenoj teoriji najrasprostranjenije je gledište da pred fiskusom treba da bude svaki prihod isti, odnosno da bude istovetno fiskalno tretiran, što se u visokom stepenu uvažava u fiskalnim sistemima zemalja razvijene tržišne privrede. Razlozi za jednak fiskalni tretman svih vrsta prihoda se izvode iz ekonomskih, finansijskih i socijalno-političkih postulata.<sup>264</sup>

Savremena finansijska teorija "Ekonomike ponude"<sup>265</sup> odbacuje alokativno aktivnu fiskalnu politiku Kejnzijanskih funkcionalnih finansija i reafirmiše klasičan koncept alokativno neutralnih finansija. Diferencirano oporezivanje prihoda po izvorima distorzivno deluje na ekonomski efikasnu alokaciju resursa, utičući na subjekte koji ostvaruju prihode iz izvora koji su oštrije oporezovani da se orijentišu ka izvorima koji su manje opterećeni, što ima za posledicu da se vrši drugačiji razmeštaj resursa od onoga koji bi se uspostavio pod dejstvom ekonomskih sila. U našem sistemu fiskalnog i parafiskalnog zahvatanja prisutan je diferenciran tretman pojedinih vrsta prihoda. Najopterećeniji su prihodi od nesamostalnog rada (zarade) sa preko 50%, a najblaže su oporezovani prihodi po ugovoru o delu, od imovine i kapitala sa 20%, dok su prihodi od autorskih honorara nešto oštrije oporezovani, jer se na njih primenjuje stopa od 23,1%. Znatno oštrije i prekomerno zahvatanje prihoda iz radnog odnosa u odnosu na druge prihode, favorizuje aktivnosti van radnog odnosa, destimuliše zapošljavanje, privileguje naknađivanja rada u formama honorara, naknada, učešća u dobiti, itd., često i preko granica i osnova koji dopuštaju propisi, deluju preko diskriminatorski visokih kalkulativnih troškova na rentabilnost poslovanja sve do praga gubitaka i stečaja, izazivaju inflatori naboj radi zaštite platnog fonda i delatnosti, navodi imaoce kapitala i radnu snagu da se angažuju u aktivnostima sive ekonomije, itd. S druge strane, čak i jednako opterećenje svih prihoda, koje bi se obezbedilo primenom jedinstvenog poreza sa proporcionalnom stopom, ne udovoljava zahtevu teorijski najboljeg, tzv. Pareto optimuma u alokaciji resursa s obzirom da favorizuje nerad, jer ga ne opterećuje. U svakom slučaju ima primat s gledišta efikasnosti u alokaciji resursa u odnosu na aktivnu fiskalnu politiku diferenciranim

---

<sup>264</sup> Trklja Milivoje, Uslovi i ograničenja ravnomernog oporezivanja prihoda u nas, Svet finansija broj 172, Vojvođanska banka, Novi Sad, 1998., str. 33

<sup>265</sup> Bogoev Ksente, Osnovne karakteristike savremenih fiskalnih sistema, Finansije 11-12, Grmeč, Beograd, 1989., str. 615-618



oporezivanjem prihoda primenom selektivnih oslobođenja i olakšica i različitih poreskih stopa.<sup>266</sup>

Finansijski razlozi, takođe, ne govore u prilog diferenciranom fiskalnom tretmanu prihoda po izvorima. Više opterećeni izvori ne daju srazmerno veći fiskalni prihod od onih koji su blaže tretirani usled podsticanja evazije i sive ekonomije i destimulisanja napora za ostvarivanje većih prihoda, sa negativnim efektima na visinu prihoda, kao fiskalnu supstancu. Prema tzv. Laerovoj krivulji<sup>267</sup> nastaje i ubrzava se proces opadajućeg randmana na nivou od 50% fiskalne presije.

Ravnomernost fiskalnog zahvatanja prihoda predstavlja materijalnu pretpostavku horizontalne pravičnosti oporezivanja. Polazni aksiom ovde se ogleda u tome da sva lica sa istom ekonomskom snagom, tj. sa istom visinom prihoda treba da snose isti fiskalni teret bez obzira na izvore iz kojih su ti prihodi ostvareni. Kako kod nas ovo načelo ne važi, jer se različiti prihodi različito fiskalno tretiraju, tako da naš poreski sistem ne može izdržati kritiku sa stanovišta pravičnosti, kao jednog od fundamentalnih poreskih principa iz socijalno-političke sfere.

Novi fiskalni sistem u Republici Srbiji uspostavljen je aprila 2001.godine u skladu sa osnovama fiskalne reforme. Zasniva se na nekoliko osnovnih postavki koje ga karakterišu kao savremeni sistem, od čega je najvažnije istaći sledeće:

- javni rashodi se finansiraju iz javnih prihoda, gde su najvažniji porezi, takse, naknade i doprinosi;
- poreski sistem je usklađen sa sistemima razvijenih zemalja;
- izvršena je redistribucija poreskog opterećenja, prenošenjem poreskog tereta sa privrede na stanovništvo;
- napušten je sistem tzv. cedularnih poreza (porezi iz pojedinih izvora), da bi se uspostavio sistem od osam oblika poreskih tereta;
- svako ko ostvari prihode je poreski obveznik;
- nedovršeni deo sistema je porez na dodatu vrednost (koji je donet u Saveznoj skupštini usvajanjem Zakon o porezu na dodatu vrednost 24.12.1999.godine a primenjivaće se od 01.01.2002.godine) i sintetički porez poreskog obveznika.

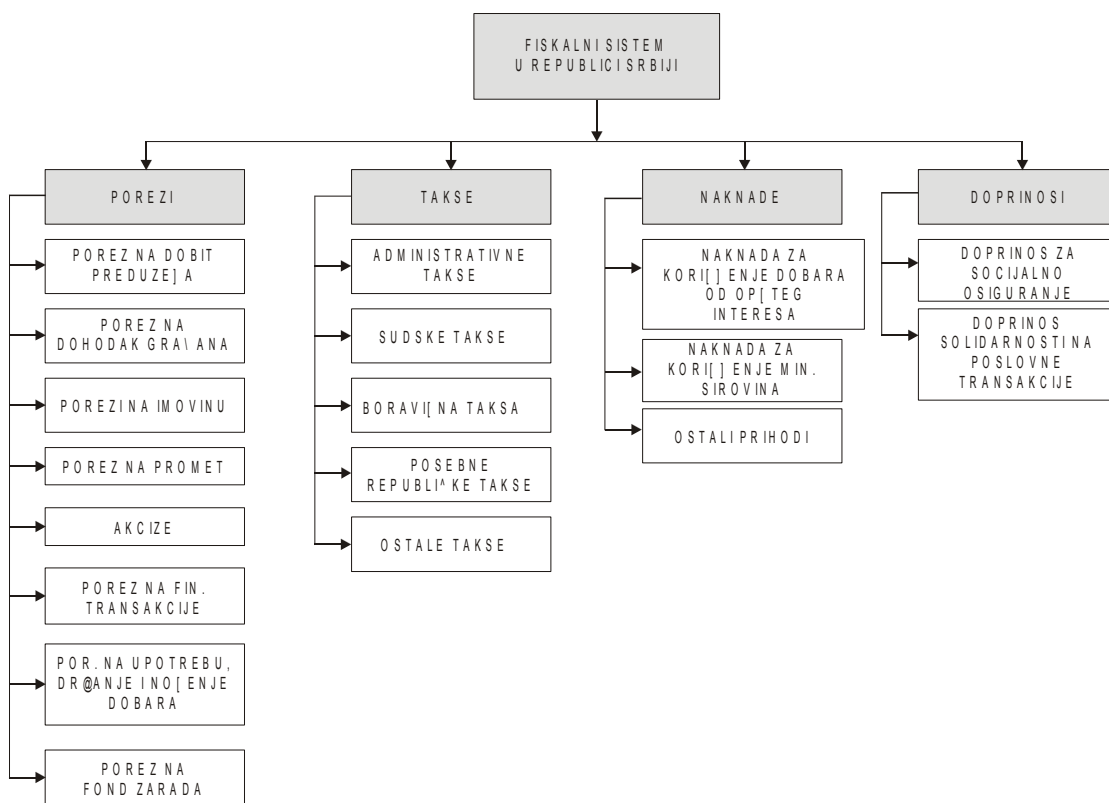
Kao što se iz prethodne sheme vidi fiskalni sistem RS sastoji se iz četiri podsistema, a to su: 1) poreski sistem; 2) sistem taksa; 3) sistem naknada i 4) sistem doprinosa. Ovako uređen fiskalni sistem određuje nivo i pripadnost pojedinih fiskaliteta pojedinim vidovima javne potrošnje, gde se po obimu i izdašnosti ističu porezi i doprinosi.

#### Shema 26: Fiskalni sistem u Republici Srbiji

---

<sup>266</sup> Popović Dejan, Princip neutralnosti u poreskoj reformi u Srbiji i fiskalni razvoj u Evropi, Finansije 1-2, Grmeč, Beograd, 1992., str. 5-6

<sup>267</sup> Bogoev Ksente, Osnovne karakteristike savremenih fiskalnih sistema, op.cit. str. 617-618



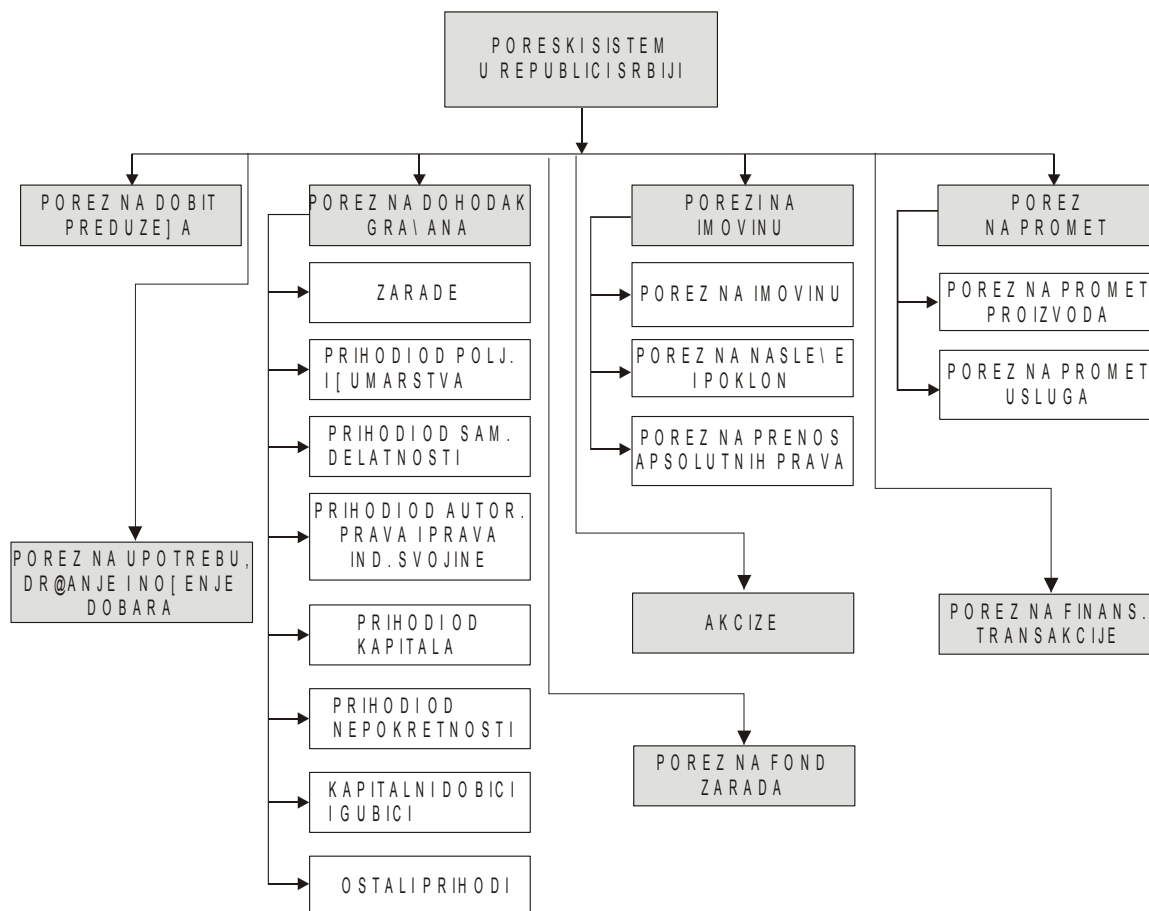
Poreski sistem je podsistem fiskalnog sistema u Republici Srbiji. Uspostavljen je u skladu sa osnovama fiskalne reforme i posle dugo vremena ustanovljen je sistem koji je prilično kompatibilan sa poreskim sistemima razvijenih zemalja.

Iz sheme 27 se jasno vidi da poreski sistem RS ima osam osnovna poreska oblika. To su: 1) porez na dobit preduzeća; 2) porez na dohodak građana; 3) porezi na imovinu, 4) akcize, 5) porez na promet, 6) porez na finansijske transakcije, 7) porezi na upotrebu, držanje i nošenje dobara i 8) porez na fond zarada.

**Takse** predstavljaju prihode koji su u osnovi protivnagrada državi za učinjene usluge državnih organa i organizacija. U nadležnosti Republike nalazi se uvođenje sledećih taksi:

- 1) administrativne takse,
- 2) sudske takse i
- 3) komunalne.

Pored ovih, Zakonom je dozvoljeno uvođenje lokalnih komunalnih taksi (taksa za korišćenje prostora na javnim površinama, taksa na držanje sredstava za igru, taksa za priređivanje muzičkog programa u ugostiteljskim objektima, taksa na istaknutu firmu, taksa za korišćenje reklamnih panoa, taksa za korišćenje prostora za parkiranje, itd.) i opštinskih administrativnih taksi.



Shema 27: Poreski sistem u Republici Srbiji

**Prihodi od naknada** su u osnovi nova vrsta javnih prihoda, čije uvođenje treba da reši određene ekonomske, a ne fiskalne ciljeve. Otuda su prihodi od naknada klasična vrsta parafiskalnih prihoda, tako da po pravilu nisu ni prihodi državnog budžeta. Iako su naknade, po pravilu, vanbudžetski prihod, one su u stvari dažbina, jer je plaćanje obavezno, zajemčeno prinudom, kao kod svakog javnog prihoda. Naknada se u našim uslovima plaća za korišćenje dobara od opšteg interesa. Ova naknada se može uvoditi kao republička i lokalna naknada. Za korišćenje nekog dobra od opšteg interesa utvrđuje se tzv. cena kao naknada koju plaća korisnik. Ovde se ne radi o ceni koja se određuje na tržištu, već o administrativnoj ceni, koju snagom autoriteta određuje, država, državni organ, organ lokalne samouprave ili organizacija kojoj su poverena javna ovlašćenja.

Razlikujemo: 1) naknadu za korišćenje dobara od opšteg interesa - utvrđuje se na republičkom nivou (naknada za korišćenje voda, naknada za korišćenje šuma, naknada za korišćenje poljoprivrednog zemljišta, naknada za korišćenje puteva, naknada za korišćenje rudnog blaga i naknada za korišćenje lekovitog faktora); 2) posebnu naknadu za sirovu naftu i derivate nafte, cigarete i alkoholna pića i 3) naknadu za korišćenje komunalnih dobara od opšteg interesa - naknadu za građevinsko zemljište - utvrđuje se na lokalnom nivou.

Sistem obaveznog socijalnog osiguranja koji se primenjuje u Republici Srbiji regulisan je propisima, tako da postoji obaveza plaćanja *doprinos* isplatioca plata, odnosno naknada kod svake isplate. Doprinos za socijalno osiguranje obračunava i uplaćuje poslodavac, a fizička lica koja u skladu sa zakonom samostalno obavljaju

delatnost, kao i zemljoradnici, doprinose plaćaju na osnovu rešenja nadležnog poreskog organa. Sistem doprinosa za obavezno osiguranje je tako konstituisan da doprinos plaća osiguranik i poslodavac, pa su na taj način određene i stope. Na osnovu ovoga postoje tri kategorije obveznika doprinosa, i to: osiguranici, poslodavci i drugi obveznici doprinosa. Obavezno socijalno osiguranje obuhvata sledeće vrste doprinosa:

- 1) doprinos za penzijsko i invalidsko osiguranje ( na teret osiguranika 16% i na teret poslodavca 16%);
- 2) doprinos za zdravstveno osiguranje (na teret osiguranika 9,7% i na teret poslodavca, takođe, 9,7%) i
- 3) doprinos za osiguranje za slučaj nezaposlenosti ( na teret osiguranika 0,9% i na teret poslodavca 0,9%).

#### ***4.1.3.1. Uticaj ekonomskog dvostrukog oporezivanja na finansijsku politiku preduzeća***

Kod klasičnih poreskih sistema, kod kojih se polazi od ideje da je korporacija jedan zaseban entitet, potpuno odvojen od akcionara, paralelno egzistiraju porez na dobit korporacija, koji pogađa oporezivu dobit i porez na dohodak fizičkih lica, koji tereti prihode od dividendi akcionara. U takvom sistemu u kome porez na dobit korporacija funkcioniše odvojeno od poreza na dohodak fizičkih lica javlja se ekonomsko dvostruko oporezivanje. Naime, najpre se na nivou korporacije raspodeljena dobit (dividenda) u okviru ukupne dobiti korporacije oporezuje porezom na dobit korporacija, a zatim na nivou akcionara - primaoca dividende - porezom na dohodak fizičkih lica. Otuda je sasvim razumljivo što ekonomsko dvostruko oporezivanje igra važnu ulogu na primarnom finansijskom tržištu. Zbirni teret poreza na dobit korporacija i poreza na dohodak fizičkih lica veći je od poreskog tereta koji pogađa akumulisane profite. Iz takvih razloga korporacije su motivisane da dobit akumuliraju - zadržavaju u svojim fondovima, čime bi akcionari u odsustvu isplate dividendi, bili izloženi samo plaćanju poreza na kapitalne dobitke, ali samo u momentu njihove realizacije, po stopi koja je, po pravilu, niža od plaćanja poreza koji pogađa dividende. S druge strane, činjenica da se kamate kao trošak dužnika odbijaju od poreske osnovice, a i prihod od kamata često podleže nižoj poreskoj stopi, ide u prilog konstataciji da različita poreska opterećenja raspodeljene i akumulisane dobiti podstiču korporacije da investicije finansiraju zaduživanjem, pri čemu je ulaganje sopstvenog kapitala diskriminisano, jer se njihov prinos, tj. dividenda oporezuje dva puta. Prema tome, klasičan sistem poreza na dobit korporacija stimuliše ove entitete da se preterano oslanjaju na kreditna sredstva kao izvora finansiranja investicija. Drugim rečima, klasičan poreski sistem nije neutralan u pogledu uticaja na finansijsku politiku korporacija, uprkos činjenici da se u teoriji obično iznosi stav da poreski sistemi ne bi trebalo da pružaju podsticaje, koji se odnose kako na akcionare u korporacijama, tako i na različite oblike finansiranja investicija (emitovanjem akcija, emitovanjem obveznica i/ili iz akumulisane dobiti).

Iako je klasičan sistem poreza na dobit korporacija ne-neutralan u pogledu finansiranja investicija, odnosno on favorizuje finansiranje na bazi zaduživanja, jer se eliminisanje fiskalnog tretmana kamata uvek čini primamljivim i pruža podsticaj za akumulaciju profita i diskriminiše društvo kapitala kao organizacioni oblik preduzeća, još uvek ne mali broj zemalja primenjuje ovaj poreski sistem (Belgija, Luksemburg, Holandija, SAD, Švajcarska, Bugarska, Češka, Rusija, Mađarska, Poljska, Rumunija, Slovačka, itd.), jer mu se pripisuju dve važne prednosti: izdašnost i jednostavnost. Ako diferencirano poresko opterećenje raspodeljenog i akumulisanog profita favorizuje zaduživanje, kao metod finansiranja investicija, tada bi se neutralnost u pogledu uticaja

klasičnog poreskog sistema na finansijsku politiku korporacija i politiku raspodele dobiti mogla postići samo onda kada bi ukupan teret poreza na dobit korporacija i poreza na dohodak fizičkih lica po jedinici raspoloživih profita, bio jednak ukupnom poreskom teretu, koji pada na akumulisanu dobit, a da ukupno poresko opterećenje na raspodeljeni ili akumulisani profit bude jednako efektivnoj poreskoj stopi po jedinici isplaćenih kamata. Ovakva neutralnost može postojati samo u hipotetičkom primeru uz kombinaciju sledećih mera poreske politike:

- dopuštanjem da se isplaćene kamate ne mogu odbiti kao trošak od osnovice poreza na dobit korporacija,
- uvođenjem jedinstvenog proporcionalnog poreza na celokupnu dobit korporacije,
- uvođenjem poreza po istoj stopi na prihode od kamata,
- oslobođenjem od oporezivanja prihoda od dividendi i kapitalnih dobitaka od akcija.

Izbor optimalne metode finansiranja investicija u korporacijama svodi se na izbor između:<sup>268</sup>

- a) emitovanja novih akcija i finansiranja iz akumulisane dobiti,
- b) emitovanja novih akcija i finansiranja putem zaduživanja i
- c) finansiranja iz akumulacije i finansiranja putem kredita.

Za koji metod će se opredeliti korporacija zavisi od određenih poreskih parametara, kao što su: stopa poreza na kapitalne dobitke, stopa poreza na dohodak fizičkih lica, stopa poreza na dobit korporacija i odnos uspostavljen između ovih parametarskih veličina.

Prva dilema rešava se stavljanjem u odnos stope poreza na kapitalne dobitke i stope poreza na dohodak fizičkih lica i u slučaju da je stopa poreza na kapitalne dobitke veća, tada će se korporacije opredeljivati za emitovanje novih akcija, kao metode finansiranja investicija. Međutim, kako se u praksi nikada ne dešava da je stopa poreza na kapitalne dobitke viša od stope poreza koji za osnovicu uzima dividende akcionara, proizilazi da emisija novih akcija nikada neće biti optimalna, odnosno korporacija će se oslanjati na finansiranje investicija iz akumulisane dobiti.

Da li će se korporacije u sklopu svoje finansijske politike opredeljivati za emitovanje akcija ili povećanu tražnju za kreditnim sredstvima kod finansiranja investicija, zavisice od stope poreza na dohodak fizičkih lica i stepena dopuštenosti da se kamate kao trošak odbiju od poreske osnovice poreza na dobit korporacija. Budući da u klasičnom poreskom sistemu postojanje ekonomskog dvostrukog oporezivanja pogađa samo dividende a ne i kamate, koje se u gotovo svim savremenim poreskim sistemima odbijaju od osnovice poreza na dobit korporacija, onda će poreski tretman korporacije, u čijem je kapitalu učešće pozajmljenih sredstava veliko, biti radikalno povoljniji.

Poslednja dilema zavisi od sva tri pomenuta poreska parametra. Naime, korporacijama ide u prilog da investicije finansiraju iz fonda akumulacije samo ako je stopa poreza na dohodak fizičkih lica iznad određenog nivoa, odnosno ako je ona ispod tog nivoa, onda će se korporacije zalagati za povećanu tražnju za kreditnim sredstvima. Ova kritična vrednost zavisice od odnosa stope poreza na dobit korporacije i poreske stope koja tretira kapitalne dobitke, budući da ona može varirati od stope koja je manja ili jednaka stopi po kojoj se oporezuje ostali dohodak do toga da kapitalni dobitci uopšte ne budu predmet oporezivanja.

Skup mera kojima pribegavaju mnoge države u cilju otklanjanja ili smanjivanja ekonomskog dvostrukog oporezivanja predstavlja poresku integraciju. Može da se sprovodi na nivou korporacija primenom metoda dvojnih stopa i metoda odbijanja

---

<sup>268</sup> Popović Dejan, *Nauka o porezima i poresko pravo*, Savremena administracija i Open Society Institute Constitutional and Legislative Policy Institute, Beograd, 1997., str. 427-430

dividendi i na nivou akcionara upotrebom metoda imputacije i metoda olakšica za akcionare.

#### ***4.1.3.2. Fiskalni tretman kapitalnih dobitaka, dividendi, kamata i ulaganja u akcije i obveznice***

Kapitalni dobitak predstavlja razliku između prodajne cene određenih stvari i njihove nabavne cene, usklađene prema odredbama Zakona o porezu na dobit preduzeća<sup>269</sup>. Ukoliko je pomenuta razlika negativna u pitanju je kapitalni gubitak. S obzirom da kapitalni dobitak mogu ostvarivati i pravna i fizička lica, poreski tretman ove vrste prihoda uređuje se Zakonom o porezu na dobit preduzeća i Zakonom o porezu na dohodak građana. U odnosu na oporezivanje kapitalnih dobitaka od prodaje akcija i obveznica ne postoje nikakve razlike između ova dva zakona. U pomenutim zakonima ne pravi se razlika između oporezivanja kratkoročnih i drugoročnih kapitalnih dobitaka. Stopa poreza na kapitalni dobitak iznosi 20%. Kapitalni dobitak uključuje se u oporezivu dobit u punom iznosu, ali je dozvoljena mogućnost da se kapitalni gubitak ostvaren pri prodaji jednog prava iz imovine može prebiti sa kapitalnim dobitkom ostvarenim pri prodaji drugog prava iz imovine u istoj godini. Ako se i posle ovog prebijanja iskaže kapitalni gubitak, dopušteno je njegovo prebijanje na račun budućih kapitalnih dobitaka u narednih pet godina. Zakon, takođe, dopušta pravo na odlaganje plaćanja poreza na dobit preduzeća za kapitalne dobitke ostvarene pripajanjem, spajanjem ili podelom pravnog lica. Ovo pravo stiče se ako je vlasnik pravnog lica, koje je izvršilo prenos imovine prilikom pripajanja, spajanja ili podele dobio naknadu u obliku akcija ili udela u pravnom licu na koje je prenos imovine izvršen, kao i eventualnu gotovinsku naknadu, čiji iznos ne prelazi 10% nominalne vrednosti dobijenih akcija, odnosno udela.

Oporezivanje dobiti i dividende utiče na atraktivnost ulaganja u trajni kapital. Dva su direktna izmeritelja oportuniteti takvog ulaganja.<sup>270</sup> Prvi je efektivni priliv od dividende, a drugi je mogući rast vrednosti i cene akcije ili udela. Na visinu dividende, pored specifičnih elemenata svakog poslovanja, utiče i oporezivanje ostvarene dobiti i deklarirane ili isplaćene dividende.

Problematika oporezivanja dividendi regulisana je Zakonom o porezu na dobit preduzeća<sup>271</sup> i Zakonom o porezu na dohodak građana<sup>272</sup>. Primanja zaposlenih ili drugih lica koja potiču iz raspodele po osnovu prava učešća u dobiti obveznika nisu rashodi u smislu poreskog bilansa. Stoga poreski obveznik (akcionarsko društvo, društvo sa ograničenom odgovornošću, društveno preduzeće, javno preduzeće, ortačko društvo i komanditno društvo) plaća porez na dobit preduzeća po proporcionalnoj i jednoobraznoj stopi od 20% na oporezivu dobit, koja se utvrđuje u poreskom bilansu. Prilikom isplate dividendi i udela u dobiti u pravnom licu, poreski obveznik dužan je da obračuna i uplati porez po odbitku po stopi od 20%. Ovim Zakonom utvrđeno je da se obvezniku koji izvrši ulaganja u osnovna sredstva u sopstvenu registrovanu delatnost, u kupovinu akcija ili udela u postojećem pravnom licu ili u dugoročne obveznice javnog zajma umanju poreska osnovica za visinu ulaganja, a najviše do 50% od visine poreske osnovice. U cilju izbegavanja dvostrukog oporezivanja dividendi ostvarenih učešćem u kapitalu drugog obveznika zakonodavac nalaže da se prihod od dividendi iz filijale - rezidenta Republike

<sup>269</sup> Zakon o porezu na dobit preduzeća, Službeni glasnik RS br.25, Beograd, 18. april 2001.,

<sup>270</sup> Kovačević Milan, Finansijsko tržište i oporezivanje, III Miločersko savetovanje: Finansijska tržišta Jugoslavije - ograničenja i mogućnosti, SES, Beograd, 1995., str.70

<sup>271</sup> "Službeni glasnik RS", br. 25 od 18. aprila 2001.godine,

<sup>272</sup> "Službeni glasnik RS", br. 24 od 12. aprila 2001.godine,

uključuje u prihode matičnog preduzeća - rezidenta Republike u iznosu uvećanom za plaćeni porez na dobit preduzeća, odnosno porez po odbitku na dividende. Porez na dobit preduzeća i porez po odbitku na dividende priznaju se kao poreski kredit za umanjenje obračunatog poreza na dobit preduzeća, odnosno poreza po odbitku na dividende. Ovaj poreski kredit može se koristiti za umanjenje obračunatog poreza matičnog preduzeća najviše do iznosa poreza koji bi u skladu sa ovim Zakonom bio obračunat na dobit, odnosno dividendu.

Prihodi od kapitala u smislu Zakona o porezu na dohodak građana obuhvataju:

- 1) kamate i druge prihode po osnovu zajma, štednih i drugih depozita (oročenih ili po viđenju), po osnovu obveznica i sličnih hartija od vrednosti i
- 2) dividende i druge prihode ostvarene učešćem u dobiti, uključujući i sve oblike prihoda koji se na osnovu odredaba Zakona kojim se uređuje porez na dobit preduzeća smatraju dividendom (likvidacioni višak, dodatak na kamatu po osnovu transferne cene, primanja zaposlenih i članova uprave privrednog društva po osnovu učešća u dobiti - u novcu ili putem dodele ili opcijske kupovine sopstvenih akcija i sl.).

U smislu ovog Zakona oporezivi prihod od kapitala čini isplaćena kamata (osim kamate na dinarska sredstva po viđenju, kamate po osnovu javnog zajma i kamate po osnovu devizne štednje pretvorene, bez pristanka ulagača u oročeni depozit kod ovlašćene banke, koji predstavlja javni dug države, u skladu sa zakonom koji uređuje izmirenje obaveza po osnovu devizne štednje građana) i 50% bruto dividendi i drugih prihoda ostvarenih učešćem u dobiti raspodeljenih obvezniku. Porez na prihode od kapitala je akontacioni porez i plaća se po stopi od 20%.

Ove poreske olakšice uvedene su u cilju stimulisanja razvoja finansijskog tržišta u Jugoslaviji, a posebno tržišta kapitala kao njegovog segmenta.

Zakonom o porezu na dohodak građana oporezuju se primanja u obliku bonova, novčanih potvrda, akcija, osim akcija stečenih u postupku svojinske transformacije. Ova zakonska odredba, takođe, ima stimulativan karakter za razvoj tržišta kapitala i ubrzanje procesa svojinske transformacije.

I dok se dividende, uz odgovarajuće olakšice, redovno oporezuju kao deo dohotka, sa izuzetkom Danske i Belgije, koje ih oporezuju posebnim cedularnim porezom,<sup>273</sup> praksa u pogledu oporezivanja kamata je neujednačenija među zemljama članicama OECD. Dileme da li ovu vrstu prihoda treba oporezovati ne pokreću načelni razlozi - kamata je *par excellence* prihod od kapitala i kao takva je sastavni deo obveznikovog dohotka. Ono što opredeljuje autore da se zalažu protiv oporezivanja kamata, kao i ostalih prihoda od kapitala, jesu ekonomske posledice takvog poreza. Oni, naime, ukazuju da on smanjuje sklonost štednji i zabija klin između neto kamatne stope koju ostvaruje investitor i granične stope prinosa kapitala. Zato se u literaturi može sresti stav da bi ukidanje poreza na kamatu dovelo do povećanja količine kapitala po stanovniku i tako do dugoročnog porasta produktivnosti rada, što bi dovelo do kompenzirajućeg rasta javnih prihoda po osnovu poreza na dohodak od rada i bez povećanja njegovih stopa.<sup>274</sup> U pojedinim državama članicama OECD predviđena su oslobođenja određenih iznosa prihoda od kamata (Francuska, Holandija, Norveška) ili oslobođenja, odnosno olakšice za kamate na obveznice javnog zajma (Austrija, Grčka, Irska, Luksemburg, Novi Zeland, Portugalija, SAD).<sup>275</sup>

<sup>273</sup> The Role of Tax Reform in Central and Eastern European Economies, OECD, Paris, 1991., str.290

<sup>274</sup> Schoenfelder Bruno, Preispitivanje argumenata protiv oporezivanja dohotka od kapitala, Finansijska praksa br. 1-2/1991., str.12

<sup>275</sup> Personal Income Tax Systems under Changing Economic Conditions, OECD, Paris, 1986., str.32-33

Zakonska rešenja kojima se reguliše oporezivanje kamata u Srbiji sadržana su u Zakonu o porezu na dobit preduzeća i Zakonu o porezu na dohodak građana. U Zakonu o porezu na dobit preduzeća ističe se da sve obračunate kamate, izuzev kamata zbog neblagovremeno plaćenih poreza, doprinosa i drugih javnih dažbina, imaju rashodni karakter, odnosno predstavljaju odbitku stavku od ukupnog prihoda. S druge strane, prihodi od kamata po osnovu javnog zajma ne ulaze u poresku osnovicu. Ovom zakonskom odredbom državne obveznice postaju vrlo atraktivne za investitore, tako da se na ovaj način želi da podstakne ulaganje u hartije od vrednosti. Porez po odbitku po stopi od 20% plaća se na kamate koje ostvari nerezident Jugoslavije kada delatnost na teritoriji Jugoslavije obavlja bez stalne jedinice, osim ako međunarodnim ugovorom nije drukčije uređeno.

Kao što je napred istaknuto Zakonom o porezu na dohodak građana pod prihodom od kapitala, osim dividendi, smatraju se i kamate i drugi prihodi po osnovu zajma, štednih i drugih depozita, po osnovu obveznica i sličnih hartija od vrednosti. Kamatom po obveznicama i sličnim hartijama od vrednosti ne smatra se onaj deo razlike u ceni koji u skladu sa ovim Zakonom predstavlja kapitalni dobitak. Na prihode od kamate na dinarska sredstva po viđenju ne plaća se porez na dohodak građana za prihode od kapitala. Na kamate po osnovu javnog zajma, takođe, se ne plaća porez na dohodak građana.

Zakon o porezu na imovinu<sup>276</sup> decidirano navodi da se porez na imovinu plaća i na akcije izdate na ime i udele u društvima sa ograničenom odgovornošću. Akcije izdate na ime su prenosive hartije izdate od strane društva kapitala, koje predstavljaju deo kapitala toga društva i u kojima se utvrđuju određena prava člana toga društva. Udeo u društvu, za razliku od akcije, nije opredmećen u hartiji, iz čega proističu i specifičnosti njegovog prenosa. Činjenica da se vrednost akcije, odnosno udela može odrediti kao alikvotni deo vrednosti neto imovine društva, pretpostavka je na kojoj se zasniva njihovo oporezivanje porezom na imovinu kod članova društava - vlasnika akcije odnosno udela. Međutim, zakonodavac predviđa i određena poreska oslobođenja. Naime, porez na imovinu, na pravo svojine na akcije izdate na ime i na udele u društvima sa ograničenom odgovornošću ne plaća obveznik koji je to pravo stekao po osnovu upisa ili kupovinom sa popustom u postupku svojinske transformacije, pet godina računajući od dana kada je stekao to pravo. Nasuprot akcijama na ime, koje se oporezuju, posedovanje akcija na donosioca ne podleže porezu na imovinu. Isto tako, ni udeli u komanditnom i veštačkom društvu nisu predmet poreza na imovinu. Brojni su razlozi što je u poreskim zakonodavstvima brojnih zemalja, pa i kod nas, učinjena ova razlika, ali svakako najvažniji razlog je ubrzavanje i olakšavanje cirkulacije kapitala. Poresku osnovicu poreza na imovinu predstavlja knjigovodstvena vrednost kapitala preduzeća. Poreska stopa ovoga poreza u slučaju postojanja prava svojine na akcijama na ime i na udelima iznosi 0,25% i najniža je stopa kada je u pitanju oporezivanje imovine. To pokazuje nameru zakonodavca da maksimalno stimuliše ulaganje u društva kapitala. Činjenica da se ovim porezom ne tretiraju akcije na donosioca pokazuje, takođe, nameru zakonodavca da stimuliše razvoj finansijskih tržišta, posebno sekundarnog. Porez na imovinu u vidu akcija na donosioca i na udele ne plaća nosilac prava svojine (poresko oslobođenje) u slučaju kada ukupna osnovica za tu imovinu ne prelazi iznos od 200.000 dinara. Zakonodavac je predvideo da se pri prenosu uz naknadu udela u pravnom licu i hartija od vrednosti plaća porez na prenos apsolutnih prava po proporcionalnoj stopi od 0,3%, dok je stopa poreza na prenos ostalih apsolutnih prava znatno veća i iznosi 5%, što jasno pokazuje stimulativan odnos prema razvoju finansijskog tržišta.

Stojimo na stanovištu da zakonodavac ne bi načinio grešku ako bi barem u narednih pet godina oslobodio plaćanja svih poreskih oblika vlasnike akcija (porez na

---

<sup>276</sup> "Službeni glasnik RS", br. 26, Beograd, 20. april 2001. godine,



dohodak građana, porez na imovinu) kako bi se izbeglo ekonomsko dvostruko oporezivanje a sve u cilju stimulisanja daljeg razvoja finansijskog tržišta u Jugoslaviji.

#### 4.1.4. Obezbeđenje optimalne kadrovske strukture

Specifičnost stanovništva kao faktora privrednog razvoja proizilazi iz njegovog dualnog karaktera, odnosno, iz svojstva čoveka kao proizvođača i kao potrošača. Jedan broj ekonomista je decidan u stavu da ljudski kapital predstavlja daleko najvažniji faktor ekonomskog razvoja. Zastupajući takvo opredeljenje, oni pre svega imaju u vidu činjenicu da se, za razliku od relativno jednostavne mogućnosti susstitucije drugih faktora u procesu proizvodnje u okviru nacionalne ekonomije, insuficijencija faktora kvalitetnog rada veoma teško može, bez nekih većih problema, nadoknaditi. Ukupan broj stanovnika u jednoj zemlji, ili još preciznije, deo koji se odnosi na proizvodno sposobni kontigent, determiniše gornju granicu potencijala rada sa kojim nacionalna privreda može računati. Od ekonomskih mogućnosti države kao i od adekvatnosti pojedinih rešenja u privrednom sistemu i načinu vođenja ekonomske politike zavisi stepen korišćenja tog raspoloživog potencijala. Teorijski gledano, rast stanovništva određuje donji nivo rasta obima proizvodnje. Problematika demografskog faktora u razvojnoj ekonomiji rezultanta je različitih istorijskih, kulturnih, etničkih, političkih i ekonomskih uslova, koji se bitno razlikuju, ne samo među pojedinim regionima u svetskim relacijama, već i unutar pojedinih zemalja, uključujući tu i relativno male države po kriterijumu ukupne površine i broja stanovnika. Analiza mogućih odnosa na realciji: stopa rasta ukupne proizvodnje - stopa rasta stanovništva, upućuje na neophodnost razlikovanja dva pojma investicija: demografskih i ekonomskih. Kategorija demografskih investicija se određuje kao deo ukupnih investicija kojima se obezbeđuje nepromenjena veličina dohotka *per capita* u uslovima kada stopa rasta stanovništva pokazuje uvećanje. Nasuprot ovoj kategoriji investicija, sve ostale vrste investicija nose epitet ekonomskih, i one služe obezbeđenju rasta nacionalnog dohotka po stanovniku.

Ljudski potencijal moguće je dekomponovati na sledeće tri komponente: a) ukupan broj stanovnika, broj sposobnih za rad i broj stvarno zaposlenih, b) zdravstveno stanje stanovništva i c) obrazovni nivo stanovništva.<sup>277</sup> U savremenim uslovima privređivanja efikasnost proizvodnje u nekoj zemlji je u najdirektnijoj korelacionoj vezi sa strategijom ulaganja u znanje, istraživanje i razvoj, odnosno u obrazovanje. Direktna korelacija između obrazovanja u inovativnom smislu te reči, tj. obrazovanja shvaćenog kao sistema efikasnog osposobljavanja individue za samostalni rad i kritičko razmišljanje i stvaralačko delovanje, s jedne, i privrednog razvoja, s druge strane, već duže vreme nije sporna. Međutim, u poslednjoj trećini XX veka ova korelacija dobija karakter opšte važećeg postulata i oko nje gotovo da nema sporenja među ekonomistima. Potpunom afirmacijom kategorije znanja u smislu prvorazrednog razvojnog činioca, koji istovremeno deluje na sve ostale faktore razvoja, bačeno je sasvim novo svetlo na kompleks obrazovanja. U uslovima kada se privredni razvoj sve više temelji na akumuliranom znanju, osnovni uslov sticanja određenih prednosti u složenim odnosima međunarodne razmene dobara, usluga i kapitala postaje pokazatelj brzine kojom neka zemlja uspeva da razvije svoju nauku, odnosno, obrazovni sistem. Formacija znanja, dakle, već predstavlja najveću investiciju u svakoj razvijenoj zemlji. Svakako, uzvrat koji neka zemlja ili neko preduzeće dobija od znanja sve više mora da je činilac koji određuje konkurentnost. Produktivnost znanja će sve više odlučivati po pitanju privrednog i društvenog uspeha, i kada je reč o sveukupnom ekonomskom funkcionisanju.<sup>278</sup> Samo sa visokim kvalitetom obrazovanja moguće je brže

<sup>277</sup> Cvetanović Slobodan, Teorija i politika privrednog razvoja, Prosveta, Niš, 1999., str.96

<sup>278</sup> Drucker Peter, Postkapitalističko društvo, Grmeč- Poslovna politika, Beograd, 1995., str. 186

koračati u budućnost, koja je zbog dinamike nastalih promena u privredi i društvu u principu sve neizvesnija, a za one koji nisu u stanju da se pravovremeno prilagođavaju suštinskim naučnim i tehnološkim promenama u sve turbulentnijem okruženju, gotovo i fatalistički obojena. Ljudska saznanja se uvećavaju po eksponencijalnoj zakonitosti. Čak 90% od ukupnog fonda znanja kojim savremeno društvo raspolaže nastalo je u toku poslednje četvrtine veka. Opravdano se danas tvrdi da je jedna izgubljena godina u praćenju svetskog razvoja adekvatna gubitku od pet godina pre samo jedne decenije. Visok kvalitet obrazovanja u današnjim uslovima kao jednu od ključnih premisa ima rastuće korišćenje informacione opreme. Informacione tehnologije postaju veoma značajne kako u postupku dolaženja do novih znanja, tako i u procesu njihovog širenja.

Uloga obrazovanja u biznisu permanentno raste, jer je znanje "najjači" resurs edukovanog biznismena, koji je pouzdan profesionalni poslovni partner. Obrazovanje i biznis su, prema tome, novi "partneri" u napretku, u kome je biznismen, preduzetnik odnosno menadžer:

- savladao veštine govorenja, pregovaranja, poslovnog komuniciranja, biznis korespondentnosti i poslovnog bontona,
- stekao znanje iz filozofije uspeha, poslovne etike, poslovne logistike, ličnog marketinga i personalnih finansija i
- spoznao mogućnosti prevođenja makroekonomskih modela na nivo menadžerskih informacija, na upravljanje preduzetničkom idejom i na nivo biznis plana.

Moderno edukovan biznismen, preduzetnik, odnosno menadžer po pravilu respektuje megatrendove razvoja, što implicira prelaz:<sup>279</sup>

- 1) od kratkoročnog ka dugoročnom horizontu biznisa sa naglašavanjem značaja strateške vizije razvoja;
- 2) od industrijskog ka informatičkom društvu;
- 3) od nacionalne ka svetskoj privredi (integracija biznisa, globalizacije proizvodnje i tržišta i kooperacije istraživačko-razvojnih aktivnosti);
- 4) od centralizacije ka decentralizaciji (sinergetski efekat inicijativnosti delova);
- 5) od forsirane i "dekorativne" tehnologije ka prožimajućoj i prihvaćenoj tehnologiji (u biznisu, profesiji, radu i životu);
- 6) od hijerarhije ka mrežama (efikasan protok informacija, brzo komuniciranje i razvoj ravnopravnosti i saradnje umesto subordinacije i konkurencije).

Teorijske osnove novog modela edukacije ekonomista treba da polaze od shvatanja ekonomije kao stohastičke i egzaktne oblasti predviđanja. Jer, za ekonomiju ne važi determinizam nego "slučaj", ne rigidnost nego fleksibilnost, ne zatvorenost nego otvorenost.

U ekonomiji, kao otvorenom sistemu, razmena informacija sa okruženjem jeste bazični razvojni proces, tako da informacije predstavljaju konstitutivne elemente ekonomskog ponašanja i delovanja. Fundamentalni principi moderne edukacije jesu:<sup>280</sup>

- 1) *fleksibilnost* - ovaj princip implicira razvijanje sposobnosti studenata za praćenje promena, jer su promene jedina "konstanta" u biznisu i ekonomiji;
- 2) *savremenost* - podrazumeva nova znanja koja proizilaze iz megatrendova razvoja;
- 3) *interdisciplinarnost* - ovaj princip reflektuje sticanje znanja i savladavanje veština koje su u funkciji razumevanja ekonomije po konceptu: "ekonomija se ne

---

<sup>279</sup> Ristić Žarko, Radičić Marko, Menadžment znanja i finansiranje nekonvencionalnih faktora razvoja, Zbornik radova: Investiciono odlučivanje u uslovima tranzicije, Ekonomski fakultet, Priština, 1999., str.

386

<sup>280</sup> Ibidem, str. 387

- može objasniti ekonomijom", tj. suptoran je principu larpurlartizma;
- 4) *praktičnost* - inkorporira znanja koja razvijaju sposobnost za brzo uočavanje problema i efikasno rešavanje praktičnih pitanja po logici: "teorija je najbolja praksa";
  - 5) *individualnost* - reprezentuje razvijanje sposobnosti studenata da upravljaju svojom slobodom i sposobnost da preuzimaju odgovornost na sebe;
  - 6) *tržišnost* - nominuje proces povećanja stepena slobode izbora studenata u pogledu predmeta, profesora, naučne oblasti i profesionalne aktivnosti;
  - 7) *implementacija* - inkorporira sticanje znanja kroz upoznavanje prakse.

Ovi edukativni principi podrazumevaju operativna pravila i sistem vrednosti u vidu inovativnosti i preduzimljivosti, moralnosti, profesionalnosti, pobedničkog mentaliteta i orijentisanosti na porodicu.

Tehnika kao opredmećena nauka i kadrovi kao opredmećeno znanje postali su vrlo atraktivan domen investiranja u formi ulaganja u tzv. humani kapital, koji se multiplikatorski efektira u svim oblastima ljudske aktivnosti. Trijada: nauka - tehnika - proizvodnja i obrazovanje - kadrovi - privreda razotkriva univerzalnu društvenu vrednost nauke i obrazovanja u oblikovanju i prestrukturiranju proizvodnih snaga i produkcionih odnosa, odnosno u predodređivanju pravca društvenog, ekonomskog, socijalnog i kulturnog razvoja. Dakle, nauka i obrazovanje postaju opšti supstrat koji povezuje savremena društva, privrede i kulture, redefinišući postojeće granice između civilizacija i stvaralaštva. Prema tome, ko štedi u sredstvima za nauku i obrazovanje zakida sam sebi od budućnosti.

Razvoj kadrovske funkcije s organizacionog i naučnog pristupa u Jugoslaviji zaostaje iz više razloga, a prvenstveno zbog: neadekvatnog pristupa razvoju, nedostatku adekvatnih kadrovskih metoda, tehnika i organizacionih oblika, deficita kadrovskih stručnjaka, nestručnosti rukovodećih ekipa, privrednih poteškoća, pluralizma ideja i erozije ljudskih vrednosti, što sve uslovljava manipulisanje ljudima.<sup>281</sup>

Veoma spor proces tranzicije u Jugoslaviji praćen je dubokom ekonomskom krizom, međunarodnom ekonomskom blokadom i sankcijama UN, ratom u okruženju, NATO agresijom na SRJ, kao i dubokim poremećajima u strukturi privrede i društva. Otuda tržište rada u Jugoslaviji karakterišu sledeće činjenice:<sup>282</sup>

- 1) visoke stope nezaposlenosti i njihov kontinuiran rast;
- 2) velika prikrivena nezaposlenost, odnosno višak zaposlenih;
- 3) niske stope participacije, odnosno nizak nivo radne angažovanosti stanovništva;
- 4) niska mobilnost radne snage;
- 5) velike ekonomske i ratne migracije.

Radi sagledavanja položaja nauke i obrazovanja u Srbiji daćemo pregled učešća izdvajanja za obrazovanje u društvenom proizvodu u sledećim zemljama:<sup>283</sup>

- Kanada	7,4% od društvenog proizvoda,
- SAD	7,0% od društvenog proizvoda,
- Japan	5,0% od društvenog proizvoda,
- Nemačka	5,4% od društvenog proizvoda,
- Francuska	6,0% od društvenog proizvoda,
- Švedska	6,5% od društvenog proizvoda,
- Mađarska	6,7% od društvenog proizvoda,

<sup>281</sup> Stefanović Vidoje, Zadaci kadrovske funkcije za efikasnost transformacije preduzeća, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet, Niš, 1998., str.137

<sup>282</sup> Krstić Goran, Razmere i karakteristike skrivenog tržišta rada u SRJ, Zbornik radova: Mogućnosti tranzicije jugoslovenske privrede i preduzeće - omogućiti tržištu da funkcioniše, SEJ, Beograd, 1998., str.150

<sup>283</sup> Obrazovni indikatori 1995., Ministarstvo prosvete RS, 1996.

- Srbija 6,05% od društvenog proizvoda.

U komparaciji sa navedenim zemljama sveta, Srbija je ispod realnog nivoa izdvajanja finansijskih sredstava u odnosu na navedene zemlje. Ukoliko se uzme u obzir razvijenost privrede, tj. veličina društvenog proizvoda razlike su enormne. Sadašnja obrazovna situacija u Srbiji ima karakteristike začaranog kruga. Zbog opadanja vrednosti društvenog proizvoda više godina, izdvajanja finansijskih sredstava za obrazovanje realno opadaju. Takvo realno smanjenje finansijskih sredstava ima za posledicu i smanjenje kvaliteta, gde treba istaći da će se takva erozija kvaliteta obrazovnog sistema vrlo teško i uz mnogo napora popraviti.

Jedan od pokazatelja razvijenosti finansijskog tržišta je nivo opšteg i specijalističkog znanja kadrova koji su sposobni da stvore i koriste institucionalne uslove za kreiranje i korišćenje finansijskih instrumenata kroz finansijske institucije. Prema analizama Međunarodnog instituta za razvoj tržišta kapitala u Vašingtonu, ulaganje u obrazovanje kadrova za rad na finansijskom tržištu smatra se strateškom investicijom.

Kada naš prosečan građanin bude znao da mu je rentabilnije da svoju finansijsku štednju uloži u akcije neke firme ili druge vrste hartija od vrednosti, kada rukovodeći timovi banaka shvate da bankarski poslovi nisu samo depozitno-kreditni odnosi i da građani mogu u banku da kupe ili da prodaju hartije od vrednosti i kada Narodna banka Jugoslavije prihvati da se zatvaranjem robno-novčanih odnosa, preko upotrebe hartija, smanjuje potrebna količina novca u opticaju sa svim pratećim pojavama, tada se može govoriti o stvorenim povoljnim uslovima za funkcionisanje finansijskog tržišta. Kada postojeće "polutržište", tj. relativno razvijeno emisiono tržište, preraste u puno tržište, tj. kada emitenti, posebno banke, hartije iz svog portfelja budu dalje prodavale preko svojih šaltera građanima i pravnim licima, čime bi obezbedili dodatna likvidna sredstva umesto nove emisije hartija, tek tada se može očekivati početak intenzivnijeg funkcionisanja finansijskog tržišta. U tom smislu možemo konstatovati da na jugoslovenskom finansijskom tržištu postoje relativno dobri institucionalni okviri ali da ne postoji dovoljno visok nivo znanja da se postojeći resursi adekvatnije aktiviraju.

Za podizanje opšteg stepena znanja na viši nivo, osnove materije iz ove oblasti prilagođene, naravno uzrastu, trebalo bi izučavati na svim stepenima obrazovanja, počev od osnovne škole, pa do poslediplomskih studija. Obrazovni programi i ne samo oni na radiju i televiziji morali bi dati dovoljno prostora za približavanje ove materije običnom građaninu. Dakle, obrazovni program bi trebalo prilagoditi potrebama stvaranja višeg nivoa opšteg znanja i stvaranja potrebnog nivoa specijalističkih znanja. Oba ova oblika obrazovanja kod nas trebalo bi izvoditi simultano, jer nemamo dovoljno vremena da kroz povećanje broja specijalista vršimo i širenje opšteg nivoa znanja, kako je to u prošlosti u svetu činjeno. Prema saznanju FON - Centra za razvoj finansijskog tržišta u našim visokoobrazovnim ustanovama prisutno je, uglavnom, specijalističko poslediplomsko upoznavanje sa ovom materijom. Međutim, u poslednje vreme sve prisutnija je tendencija uvođenja u nastavne programe redovnih studija izučavanje materije iz oblasti finansijskih tržišta.

Radi što potpunijeg i kvalitetnijeg razvoja kadrova iz oblasti finansijskih tržišta osnovan je aprila meseca 1995.godine Centar za razvoj finansijskog tržišta od strane Fakulteta organizacionih nauka u Beogradu, Komisije za hartije od vrednosti i finansijsko tržište, Beogradske berze i Tržišta novca, a.d. Beograd. U tom smislu se počev od 15.05.1995.godine održava specijalistička nastava za sticanje zvanja brokera. Nastava se sastoji iz teorijskog i praktičnog dela i obrađuje sledeće teme:<sup>284</sup>

- Vrsta i značaj finansijskih tržišta u svetu,

---

<sup>284</sup> Dabić Stojan, Znanje u funkciji razvoja finansijskog tržišta, Zbornik radova sa IV Miločerskog savetovanja: Finansijska tržišta - sistem regulisanja odnosa, SES, Beograd, 1996., str.192-193

- Institucionalni okviri za funkcionisanje finansijskog tržišta u SRJ,
- Instrumenti na finansijskom tržištu,
- Učesnici na finansijskom tržištu (emitenti i posrednici),
- Analiza i priprema bilansa za emisiju hartija od vrednosti banaka i drugih pravnih lica,
- Berzansko i vanberzansko poslovanje sa robnim i finansijskim instrumentima,
- Informacioni sistemi trgovanja sa novcem i hartijama od vrednosti.

Prema tome, obezbeđenje optimalne kadrovske strukture za rad na finansijskom tržištu je jedan od preduslova njegovog uspešnog funkcionisanja. Njihov zadatak nije i neće biti nimalo lak, jer od rezultata njihovog rada zavisice atraktivnost ulaganja viškova sredstava u instrumente finansijskog tržišta, zato što pred njim stoji obaveza propagiranja napretka finansijskog tržišta kroz rad, red, disciplinu i profit.

#### ***4.2. Funkcionisanje finansijskog tržišta kod nas***

Razvijenost finansijske strukture meri se učešćem nebankarskih finansijskih organizacija na finansijskom tržištu. U prošlom veku su se skoro svi finansijski tokovi, oko 90%, odvijali preko poslovnih banaka. Danas u razvijenim zemljama njihovo učešće je ispod 50%. U ovim zemljama raste učešće nebankarskih finansijskih investicija. Tako npr. u SAD nebankarske institucije raspolažu sa 67% finansijske štednje, u Japanu i Engleskoj sa 61%, u Nemačkoj sa 73%. U nerazvijenim zemljama stanje je bliže situaciji u kojoj su danas razvijene zemlje bile krajem prošlog i početkom ovog veka. Npr. učešće nebankarskih finansijskih institucija u finansijskoj štednji iznosi: u Nigeriji 15%, u Argentini 18%, u Brazilu 37%, itd. Osnovna odlika nebankarskih investicija jeste da su one, za razliku od banaka koje su orijentisane na kratkoročne plasmane, usmerene na dugoročne izvore sredstava i dugoročne plasmane. Stvarajući tražnju za hartijama od vrednosti ove institucije stimulišu razvoj tržišta hartija, posebno tržišta kapitala. Istovremeno one utiču na stvaranje novih finansijskih instrumenata i finansijskih aranžmana koji pozitivno utiču na pojedince da maksimalno i na najefikasniji način ulažu svoju štednju.

Bez razvoja finansijskog tržišta nema ekonomskog prosperiteta niti političke demokratije u našoj zemlji, što se jasno vidi iz sledećih razloga:

a) Nuđenjem novih finansijskih aranžmana, razvoj finansijskog tržišta i specijalizovanih finansijskih institucija *povećava domaću štednju*. Međutim, pretpostavka za ovo jeste da se mogućnosti koje nude hartije od vrednosti bitno razlikuju od postojećih finansijskih proizvoda. Na primer, njima se vrši zaštita od inflacionog oporezivanja, otvaraju se mogućnosti direktnog vlasništva, mogućnosti ostvarivanja kapitalnog dobitka, itd. Samo na taj način se može povećati agregatna tražnja, a njeno povećanje ima realne izvore u deviznim sredstvima kojima raspolažu naša fizička i pravna lica u zemlji i inostranstvu.

b) Trgovina finansijskim instrumentima *uvodi racionalnu tržišnu alokaciju sredstava*, umesto distributivne državne alokacije. Projekti sa većim prinosom će privući i najveći broj ulagača, posebno malih. Bez trgovanja hartijama, preduzeća se neće restrukturirati, posebno ona velika i ona koja su važna za očuvanje socijalnog mira. Sve dok država, direktno ili posredno usmerava domaću štednju, ona će biti u rukama neefikasnih i birokratizovanih preduzeća javnog sektora.

c) Funkcionisanje finansijskog tržišta treba da *omogući poboljšanje finansijske strukture u preduzećima*. Naime, sva naša preduzeća su nastala finansiranjem iz kredita, tako da su ona bila zadužena i pre otpočinjanja poslovanja. Zato su se naša preduzeća

nalazila i još uvek se suočavaju sa problemom nelikvidnosti. Nedostatak likvidnih sredstava rešavao se uzimanjem novih kredita, tj. stari dugovi su otplaćivani novim kreditima. S druge strane, hartije od vrednosti omogućavaju dugoročno, kako dugovno, tako i vlasničko finansiranje preduzeća, tako da se u nove projekte ulazi, pored pozajmljenog i sa sopstvenim kapitalom. Razvijeno finansijsko tržište, posebno tržište kapitala, osigurava likvidnost finansijskim institucijama i pojedincima, koji investiraju svoj kapital u dugoročne finansijske instrumente. Na ovaj način se rešava problem osnivanja novih preduzeća, što je za socijalističku privredu bio kamen spoticanja.

d) Razvoj finansijskog tržišta *omogućava institucionalnu kompatibilnost domaće privrede sa razvijenim privredama*, jer olakšava ulazak stranog kapitala u domaću privredu. Privreda koja teži da se razvija kao otvorena privreda mora da ima kao pretpostavku za svoju otvorenost razvijeno finansijsko tržište.

e) Finansijsko tržište *doprinosi uključivanju u jedan od savremenih megatrendova razvoja*, kao što je vlasnička demokratija. U razvijenim zemljama proširuje se vlasništvo nad finansijskim i realnim sredstvima, čime se utiče na rešavanje problema socijalnih nejednakosti. Tako na primer u SAD i Japanu svaki peti stanovnik je individualni akcionar, u Velikoj Britaniji i Kanadi svaki šesti, u Francuskoj svaki deseti. Međutim, situacija je bitno različita u zemljama u razvoju, tako npr. u Argentini svaki petstoti stanovnik je akcionar, u Meksiku svaki četristoti stanovnik, itd. Ova funkcija finansijskog tržišta u zemljama u tranziciji u neposrednoj je vezi sa metodom privatizacije koja se sprovodi.

**Elementarne pretpostavke** koje treba stvoriti za dalji razvoj našeg finansijskog tržišta su sledeće:

1) Iz same definicije finansijsko-tržišnog sistema da on predstavlja skup finansijskih tokova, finansijskih institucija i finansijskih instrumenata kojima se finansijska štednja transferiše od suficitnih ka deficitnim ekonomskim jedinicama, jasno proističe da je **postojanje štednje** elementarna pretpostavka za razvijenost finansijskih tržišta. Postojanje dovoljne štednje jeste uslov dobre razvijenosti finansijskog tržišta, ali budući da je u našim uslovima nema dovoljno, neophodno je ekonomski sistem izgraditi na takvim pretpostavkama koje vode ka maksimiranju profita u poslovanju i štednje u raspolaganju dohotkom.

2) Sledeća pretpostavka za razvoj finansijsko-tržišnog sistema je **postojanje spremnosti ekonomskih jedinica da finansijsku štednju koju imaju u obliku novca razmenjuju za neki drugi oblik finansijske aktive**. Drugim rečima, nezamenljiv uslov razvoja finansijsko-tržišnog sistema je postojanje tražnje raznovrsnih nemonetarnih finansijskih instrumenata: akcija, obveznica, zapisa, državnih hartija, itd. Razume se i u ovom slučaju to mora da proističe iz motivacije suficitnih ekonomskih jedinica da uvećavaju svoju štednju, tj. svoju imovinu, kako bi se zaštitile od raznih vrsta neizvesnosti i rizika.

3) Za razvoj finansijskog tržišta mora **da postoji i zadovoljavajuća tražnja finansijskih sredstava, tj. zadovoljavajuća ponuda finansijskih instrumenata**. Posebno treba naglasiti da je adekvatna struktura ponude finansijskih instrumenata *conditio sine qua non*.

4) Jednostranost i siromaštvo finansijskih institucija, takođe, predstavlja nepremostivo ograničenje za razmah finansijskog tržišta, te stoga treba težiti **povećanju raznovrsnosti ovih institucija**. Ne mogu kvaziakcionarske i meterijalno devastirane institucije, kao što su banke i osiguravajuća društva, državno utemeljeni institucionalni investitori, jednoobrazni berzanski posrednici, itd. da predstavljaju temelj razvijenog finansijskog tržišta.

5) **Politička, pravna i ekonomska sigurnost** predstavljaju nezaobilaznu pretpostavku funkcionisanja finansijskog tržišta u bilo kojoj zemlji. Finansijska tržišta ne mogu da se razvijaju ukoliko se finansijski instrumenti, kao svojinski oblici, ne učine u svakom pogledu neprikosnovenim. Ne može se očekivati razvoj finansijskih tržišta ako se na štedljivost i bogatstvo gleda sumnjičavo, kao na nešto što je na granici moralno vrednog. Ne može se finansijsko tržište kod nas razviti bez bitne promene u pravosudnoj praksi, u tom smislu da se imovina u obliku hartija od vrednosti efikasno štiti od svih nasrtaja, od krađe do uzurpacije od strane nesolidnog dužnika koji ne izmiruje uredno svoje obaveze. Razume se, pretpostavka za razvoj finansijskih tržišta je i postojanje demokratskih mehanizama kontrole vlasti (zakonodavne, izvršne, monetarne) koji trebaju da je sprečavaju, bez obzira kako je stranački konstituisana, da svojim merama ili nepreduzimanjem odgovarajućih mera, omogućće obezvređivanje imovine u obliku hartija od vrednosti. Jer, ako te kontrole i prevencije nema, onda nema motiva i sigurnosti, a time ni pretpostavki da se štedi i investira u različite finansijske oblike, onda nema ni punog razvoja finansijskog tržišta, a samim tim ni ekonomskog prosperiteta.

6) Konačno, neizostavan uslov razvoja našeg finansijskog tržišta je **odsustvo većeg političkog rizika**.

Objektivni i subjektivni, svesni ili nesvesni, namerni ili nenamerni otpori tržištu i tržišnoj reformi, koji su svoje delovanje ispoljili na jugoslovenskoj finansijskoj sceni u proteklom periodu, su izuzetno značajni i uticajni razlozi koji nisu dozvolili ostvarivanje optimalno potrebnih i mogućih rezultata razvoja jugoslovenskog finansijskog tržišta, jer je njihovo dejstvo u principu bilo veoma jako, istrajno i prikriveno. Sve otpore prisutne na jugoslovenskoj finansijskoj sceni, možemo svrstati u dve osnovne grupe i to.<sup>285</sup>

a) *Otpori objektivnog karaktera* dolaze od strane monopolista, švercera, prekupaca i poreskih i privrednih kriminalaca. Po snazi i intenzitetu najopasniji su za razvoj finansijskog tržišta, ali su zato lako uočljivi i njihove nosioce je lako identifikovati. Najtipičniji primeri otpora koje pružaju monopolisti su: otpori monopolista u oblasti proizvodnje i prometa koji subjektivno određuju cene svojih proizvoda i usluga, otpori monopolista u oblasti bankarstva i platnog prometa, koji ne dozvoljavaju konkurenciju na finansijskom tržištu i otpori vezani za institucije sistema obrazovanja ekonomsko-pravnog smeru, koje u svojim naučno-nastavnim planovima i programima nemaju nastavno-obrazovne sadržaje finansijsko-tržišne tematike. Destrukcija tržišnih vrednosti i enormno ispoljena snaga ovih monopolista imala je u proteklom periodu veliki broj negativnih posledica, kao što su:

- zloupotreba domaćeg novca, tj. nacionalne valute, pranje novca, evazija, procvat sive ekonomije i crnog tržišta,
- destabilizacija robnog i finansijskog tržišta, a pre svega deviznog tržišta i tržišta novca,
- negativno prestrukturiranje novčane mase u korist gotovine, koja je do skoro beležila učešće od preko 50%,
- anarhično, neregularno i nekontrolisano ponašanje ekonomskih subjekata i pojedinaca,
- suspenzija konkurencije i drugih pozitivnih tržišnih zakonitosti u sistemu cena i kalkulacija i stimulacija neregulisane i neregularne trgovine robom, novcem, devizama i kapitalom,
- netržišna cena proizvoda i usluga, novca, deviza i kapitala, koja učesnike na robnom i finansijskom tržištu dovodi u beznadežnu situaciju vezanu za nezvesnost poslovnih kalkulacija cene koštanja svojih proizvoda i usluga,

<sup>285</sup> Ristić Života, Jugoslovensko finansijsko tržište sredinom devedesetih godina - Retrospektiva, stanje i perspektiva, Finansijske br. 1-2, Grmeč, Beograd, 1996., str.45

- pad poslovnog morala i profesionalizma kao i potpuna ignoracija insajder pravila i finansijske discipline, itd.

b) *Otpori subjektivnog karaktera* dolaze od strane loše ili nedovoljno obrazovanog finansijskog menadžmenta iz privrede i neprivede, a pre svega iz trgovinske i bankarske delatnosti kao i od finansijsko-državne birokratije. Ovi otpori, za razliku od otpora objektivnog karaktera, su manje snage i intenziteta, ali je nosioce tih otpora teže identifikovati i eliminisati, s obzirom da je za to potreban duži vremenski period. Otpori subjektivnog karaktera dolaze iz svih struktura nacionalne ekonomije, počev od države kao izvršne vlasti i NBJ kao monetarne vlasti, pa preko naučnih i obrazovnih institucija do privrednih subjekata, a pre svega iz državnih i društvenih preduzeća i banaka. Očiglednost ovih otpora proističe iz sledećih primera:

- nesprovođenje i neoperacionalizacija zakona i podzakonskih akata koji se odnose na područje finansijsko-tržišne regulative, čije odredbe su slične zakonskim rešenjima u zemljama EU ( Zakon o obligacionim odnosima, Zakon o menici i čeku, Zakon o NBJ, Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima, Zakon o hartijama od vrednosti, itd.),

- nepostojanje, a samim tim i nefunkcionisanje najtržišnijih oblika finansijske trgovine, pre svega, eskontnog, lombardnog, hipotekarnog tržišta, sekundarnog tržišta stare devizne štednje, već emitovanih akcija, obveznica i drugih hartija,

- nepostojanje adekvatnog i tržišnog sudsko-izvršnog postupka u regulisanju finansijskih dužničko-poverilačkih odnosa, čime su derogirane sve tržišne zakonitosti i intencije jugoslovenskih tržišnih zakona, pri čemu je data maksimalna podrška finansijskoj nedisciplini i netržišnom ponašanju, jer se operativno, formalno i suštinski u ovom postupku, tržišno potpuno naopako i neprimereno štiti dužnik, a ne poverilac,

- nepostojanje sistema regulisane i neregulisane, tj. slobodne finansijske trgovine, što ima za posledicu dominaciju crnog i sivog tržišta, privrednog kriminala, korupcije i privrednog šverca.

Različiti su mogući koncepti daljeg razvoja finansijskog tržišta. S obzirom na vreme kao limitirajući faktor i na posebnost okolnosti u kojima se nalazimo smatramo da bi u narednom periodu akcenat trebalo staviti na sledeće grupe zadataka: restrukturiranje i konsolidacija banaka, izgradnja finansijske infrastrukture, ubrzanje procesa privatizacije i revitalizacija privrede uz pomoć stranog kapitala, povećavanje ingerencija i nezavisnosti NBJ, dogradnja zakonske regulative, širenje lepeze ponude tržišnog materijala, itd. Međutim, treba naglasiti da sve ove mere moramo preduzimati sinhronizovano, jer njihova parcijalna primena ne bi u željenoj meri doprinela ubrzanju razvoja jugoslovenskog finansijskog tržišta.



### **4.2.1. Infrastruktura finansijskog tržišta Jugoslavije**

Kako je za nesmetano obavljanje privredne delatnosti neophodna adekvatna infrastruktura, tako je i za normalno funkcionisanje finansijskog tržišta ključna pretpostavka odgovarajuća infrastruktura. Infrastrukturu finansijskog tržišta čine svi validni učesnici na njemu. Najznačajniji su: država, centralna banka, poslovne banke, institucionalni investitori, preduzeća, posredničke finansijske organizacije i ostali učesnici. Bogatstvo infrastrukture reflektuje dostignuti nivo razvoja finansijskog tržišta. S obzirom da se jugoslovensko finansijsko tržište nalazi na početnom nivou razvoja, logična posledica takvog stanja je slabo razvijena infrastruktura. Sve vrste učesnika su prisutne na našem finansijskom tržištu ali reč je o učesnicima sa relativno slabim performansama.

#### ***4.2.1.1. Država kao akter na finansijskom tržištu Jugoslavije***

U konteksu aktivnih učesnika na finansijskom tržištu, a naročito na tržištu kapitala, posebnu ulogu ima država, sa svojim određenim prerogativima, koji u sebi inkorporiraju određena prava i obaveze, što kod ostalih učesnika nije slučaj. Naime, država kao najveća upravna i izvršna vlast na tržištu kapitala javlja se u ulozi investitora, korisnika kapitala, regulatora i kontrolora, pri čemu treba istaći da su sve ove funkcije države međusobno zavisne i uslovljene.

Država kao investitor ili korisnik kapitala može se pojaviti u ulozi investitora, korisnika kapitala ali i istovremeno zajedno u obe uloge. Njena dvostruka uloga u istoj stvari dodatno potencira mesto i značaj države u funkcionisanju tržišta kapitala, ne derogirajući pri tome pojedinačnu ulogu kao investitora ili kao korisnika kapitala. U savremenoj praksi vrlo je čest slučaj da država svoju ulogu kao investitor ili kao korisnik kapitala koristi u cilju regulisanja ponude i tražnje kapitala i ukupnih tržišnih odnosa na tržištu kapitala. U situaciji kada na tržištu tražnja značajno nadmašuje ponudu kapitala, država se javlja kao investitor, tako da na taj način amortizuje negativne tržišne oscilacije. U obrnutom slučaju, kada ponuda premašuje tražnju, država se javlja u funkciji korisnika kapitala obezbeđujući stabilnost u funkcionisanju tržišta kapitala. U konstelaciji potrebnog paralelnog tretmana države i Narodne banke Jugoslavije na finansijskom tržištu (država na tržištu kapitala a NBJ na tržištu novca), bitno je istaći da skup svih ovih aktivnosti predstavlja politiku otvorenog i zatvorenog tržišta, pri čemu se na tržištu novca instrumenti ove politike koriste uglavnom od strane centralne banke. To ne menja značaj i ulogu ove politike na tržištu kapitala, koju sprovodi i realizuje država, odnosno od nje ovlašćeni organ ili institucija. To znači da sve karakteristike uloge centralne banke na tržištu novca u primeru korišćenja politike otvorenog i zatvorenog tržišta u regulisanju tržišnih pojava i oscilacija, isto važe i za korišćenje ove politike od strane države radi regulisanja tržišnih kretanja na tržištu kapitala.

Regulatorna uloga države ili ovlašćenog organa je primarna i najznačajnija uloga od svih uloga koje imaju ostali akteri na tržištu kapitala. Što je regulatorna uloga države uspešnija to su i svi faktori i indikatori tržišnih odnosa na tržištu kapitala uspešniji i obrnuto. Neadekvatna državna regulativa može imati kontraefekte sa dalekosežnim posledicama na: tržišne odnose i njihov dalji razvoj, na mesto, ulogu i poziciju učesnika na tržištu kapitala i na pospešivanje negativnih tendencija u kretanju na tržištu kapitala. Država svojom regulativom ne sme regulišući neka sporna pitanja, stvoriti takav poslovni milje, koji će im omogućiti ostvarivanje njihovih prava na nivou poslovne i tržišne nelogičnosti. Državna regulativa na tržištu kapitala, bez obzira na formu i oblik, mora u sebi inkorporirati sledeće pozitivne karakteristike sa odbrambenim mehanizmima: da je objektivna i neutralna, da je nezavisna i autonomna i da je efikasna.

U tom smislu najbitniji oblici državne regulative su:

- a) kvantitativno usmeravanje dela ponude kapitala u prioritetne i najpovlašćenije privredne sektore;
- b) regulisanje pristupa na tržištu kapitala selektivnim načinom domaćih privrednih subjekata inostranim investitorima ili selektivnim pristupom inostranih privrednih subjekata domaćim investitorima;
- c) olakšice u oblasti veće ili manje stope amortizacije za pojedine prioritetne ili neprioritetne sektore;
- d) subvencionirane kamate za određene i pojedine prioritetne sektore;
- e) fiskalne povlastice - beneficije za pojedine hartije od vrednosti, ali ne za pojedine sektore, grane ili privredne subjekte;
- f) premije za pojedine oblike štednje, koja je od posebnog značaja za ostvarivanje ciljeva socijalne politike;
- g) smanjenje tražnje za kapitalom;
- h) odluke i mere centralne banke kojima se reguliše prerađivačka funkcija bankarsko-finansijskog sektora, tj. transformacija novca u kapital, kao i instrumentarijum u domenu dugoročnog kredita;
- i) zaštita ulagača i korisnika kapitala.

Celokupan instrumentarijum državne regulative na tržištu kapitala može se svrstati u sledeće tri grupe:

- 1) zakonska regulativa,
- 2) osnivanje i rad odgovarajućih državnih organa i komisija i
- 3) instrumentarijum zaštite.

1) Od svih instrumenata najznačajnije mesto zauzima **zakonska regulativa**, kojom se uređuju odnosi kupaca i prodavaca na tržištu kapitala, kao i ostali odnosi prema ostalim akterima na tržištu. Zakonima treba regulisati sledeće: organizovanje i rad svih privrednih subjekata a posebno aktivnih učesnika na tržištu kapitala, organizovanje i rad bankarsko-finansijskog sektora, organizovanje berzi efekata, koncipiranje instrumenata centralne banke u domenu poslovnih transakcija bankarsko-finansijskog sektora u regulisanju tržišta dugoročnim kreditima, refinansiranja i njegove prerađivačke funkcije, organizovanje i funkcionisanje žiro-prometa efekata i uopšte hartijama od vrednosti, instrumentarijum kojim se regulišu pitanja poreza, itd. U tom smislu u domenu legitimne regulative kreirane od strane države sa osnovnim ciljem stvaranja systemske tržišne regulative i adekvatnog tržišnog ambijenta, urađen je i donet čitav niz savremenih tržišnih zakona i podzakonskih propisa, koji su u značajnoj meri kompatibilni propisima na finansijskim tržištima razvijenih tržišnih ekonomija u svetu i istovremeno prilagođeni našim potrebama, stvarnosti i mentalitetu. To se, pre svega, odnosi na:

- Zakon o Narodnoj banci Jugoslavije<sup>286</sup>,
- Zakon o bankama i drugim finansijskim organizacijama<sup>287</sup>,
- Zakon o platnom prometu<sup>288</sup>,
- Zakon o računovodstvu<sup>289</sup>,
- Zakon o hartijama od vrednosti<sup>290</sup>,
- Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima<sup>291</sup>,
- Zakon o obligacionim odnosima<sup>292</sup>,

<sup>286</sup> Službeni list SRJ br. 32/93, 35/93, 41/94, 61/95, 29/97, i 44/99

<sup>287</sup> Službeni list SRJ br. 32/93, 61/95 i 44/99

<sup>288</sup> Službeni list SRJ br. 53/92, 6/93, 16/93, 31/93, 32/94, 61/95, 34/97, 24/98, 44/99, 47/99 i 74/99

<sup>289</sup> Službeni list SRJ br. 46/96, 60/96 i 74/99

<sup>290</sup> Službeni list SRJ br. 26/95 i 59/98

<sup>291</sup> Službeni list SRJ br. 90/94

- Zakon o deviznom poslovanju<sup>293</sup>,
- Zakon o spoljnotrgovinskom poslovanju<sup>294</sup>,
- Zakon o preduzećima<sup>295</sup>,
- Zakon o osnovama poreskog sistema<sup>296</sup>,
- Zakon o porezu na dobit preduzeća<sup>297</sup>,
- Zakon o porezu na dohodak građana<sup>298</sup>,
- Zakon o porezima na imovinu<sup>299</sup>, itd.

2) **Osnivanje državnih ili ovlašćenih organa i komisija** je sledeća grupa veoma bitnih instrumenata, putem kojih država ostvaruje svoju regulativu na tržištu kapitala. Osnovni razlozi se ogledaju u činjenici doslednog ostvarivanja principa na kojima egzistira uspešan rad i funkcionisanje tržišta kapitala. Od komisija posebno treba istaći: Komisiju za registraciju emisija hartija od vrednosti i Komisiju za dozvolu plasmana na berzi efekata. *Komisija za registraciju emisija hartija od vrednosti* je najvažniji instrument države iz grupe komisija, kojim se ostvaruje specifičan oblik državne regulative na tržištu kapitala. Postoji i aktivno funkcioniše u tržišnim privredama u kojima egzistira tržište kapitala. Izuzetak je Nemačka i manji broj drugih zemalja u kojima su funkcije ove Komisije prenete na *Komisiju za dozvolu plasmana emisije na efektnoj berzi*. Zahtev za registraciju emisije uključuje sve informacije o emitentu, njegovim rukovodećim i poslovnim organima, o kapitalu, cilju finansiranja, uslovima prodaje, prihodima, bilansu i o određenim pravnim poslovima. Emitenti su, takođe, obavezni da dostave prospekt zajedno sa zahtevom za registraciju. Dozvolu koju emitent dobija da svoje efekte može plasirati na berzi nema snagu garancije berze investitorima, već samo potvrdu da su sve informacije date u prospektu korektne i verodostojne. Zato, uz zahtev za dozvolu, emitent obavezno podnosi i prospekt emisije, koji je sastavni deo zahteva i tretira se kao dokument od veoma bitne važnosti za donošenje pravnovaljane odluke Komisije. U našim uslovima funkcije ovih komisija obavlja Savezna komisija za hartije od vrednosti i finansijsko tržište<sup>300</sup>. Ova Komisija je samostalna savezna organizacija sa svojstvom pravnog lica. Za svoj rad odgovorna je Saveznoj vladi.

Delokrug rada Savezne komisije predstavljaju sledeće aktivnosti:

- popisivanje i obezbeđenje kvaliteta hartija od vrednosti koje se emituju u seriji;
- obezbeđenje finansijske discipline u prometu hartija od vrednosti;
- kontrola rada pravnih lica koja učestvuju u poslovima sa hartijama od vrednosti;
- propisivanje uslova i izdavanje dozvole za rad finansijske berze za trgovanje kapitalom, akcijama i drugim dugoročnim hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima;
- kontrola rada finansijske berze za trgovanje kapitalom, akcijama i drugim dugoročnim hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima;
- propisivanje uslova i izdavanje dozvole za rad berzanskih posrednika;
- utvrđivanje uslova za sticanje zvanja brokera;
- učešće u radu međunarodnih organizacija iz oblasti emisije i prometa hartija od vrednosti;
- ostali zakonima identifikovani poslovi.

<sup>292</sup> Službeni list SRJ br. 29/78, 39/85, 57/89 i 31/93

<sup>293</sup> Službeni list SRJ br. 12/95

<sup>294</sup> Službeni list SRJ br. 46/92, 49/92, 16/93 i 24/94

<sup>295</sup> Službeni list SRJ br. 29/96

<sup>296</sup> Službeni list SRJ br. 30/96, 29/97, 12/98, 59/98, 44/99 i 53/99

<sup>297</sup> Službeni glasnik RS br. 25/2001,

<sup>298</sup> Službeni glasnik RS br. 24/2001,

<sup>299</sup> Službeni glasnik RS br. 26/2001,

<sup>300</sup> Uredba o Saveznoj komisiji za hartije od vrednosti i finansijsko tržište, Službeni list SRJ br. 36/95

U skladu sa prethodnim aktivnostima Savezna komisija posebnu pažnju treba da posveti brizi o kvalitetu tržišnog materijala. Aktivnosti Komisije usmerene u ovom pravcu manifestuju se na sledeće načine:

- ispunjavanjem određenih uslova i izdavanjem odobrenja za emisiju akcija i drugih dugoročnih hartija od vrednosti koje glase na neku stranu valutu;
- propisivanjem uslova i davanjem saglasnosti za objavljivanje javnog poziva za upis i kupovinu akcija u poslovima tzv. sukcesivnog ili postepenog osnivanja akcionarskog društva;
- izdavanjem saglasnosti kupcu da kupovinom akcija stekne 25% i veće učešće u osnovnom kapitalu akcionarskog društva;
- definisanjem uslova i davanjem dozvole za rad berzi i berzanskih posrednika.

Jedan od prioriternih zadataka koji se postavlja pred Komisijom je obezbeđenje finansijske discipline u trgovini hartijama od vrednosti. Ispunjenje ovog odgovornog i delikatnog zadatka Komisija ostvaruje na sledeći način:

- kontrolom pravnih lica koja učestvuju u emisiji i prometu akcija, drugih dugoročnih hartija i hartija koje glase na stranu valutu;
- predlaganjem i preduzimanjem mera za redukovanje i potpuno sprečavanje nedozvoljenih radnji u vezi sa trgovinom sa hartijama;
- zaštitom prava, integriteta i interesa investitora, tj. kupaca hartija od vrednosti kako na primarnom, tako i na sekundarnom tržištu.

3) **Instrumenti zaštite interesa investitora, tj. kupaca** su veoma bitan, prioritetan i značajan deo regulative koji ima posebnu ulogu u javnom životu o odnosima investitora prema kupovini emitovanih efekata, posebno u zemljama gde su tek formirana tržišta kapitala, na kojima je neophodno steći poverenje šireg auditorijuma investitora. Svoju osnovnu funkciju kao kontrolor i revizor u savremenim tržišnim uslovima država ostvaruje kroz široko organizovan aparat, koji ima preventivnu i naknadnu funkciju kontrole ukupnih tržišnih odnosa i poslovnih transakcija na tržištu kapitala. Oblici kontrole i revizije su mnogobrojni, pri čemu je bitno istaći one najvažnije:

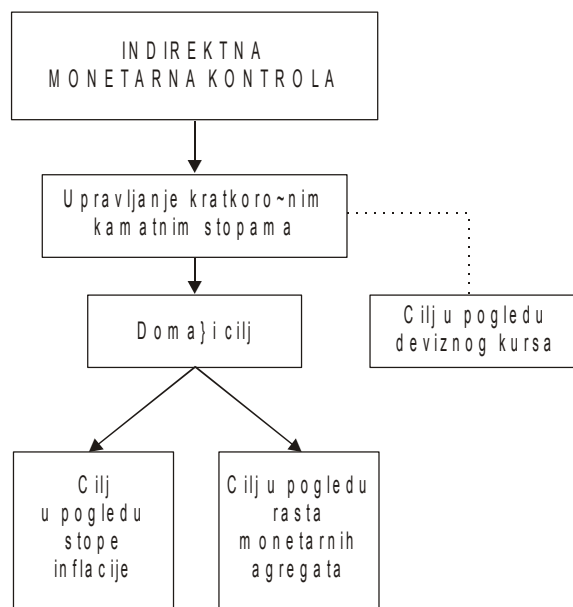
- kontrola i nadzor nad radom i funkcionisanjem berzi i njenih organa, prvenstveno putem berzanskih inspektora, odnosno kontrolora i drugih organa i naknadno, preko ovlašćenih revizora i drugih nadležnih organa kontrole i revizije;
- kontrola portfelja hartija od vrednosti, odnosno depoa i to svih subjekata koji se nalaze u pridržavanju hartija i
- kontrola informacija svih oblika i vrsta koje se tiču rada i funkcionisanja berze, a posebno onih koje se prezentiraju javnosti u vidu prospekta, odnosno u drugoj formi i obliku.

Prema tome, na osnovu iznetih elemenata jasno proizilazi zaključak da je uloga države na finansijskom tržištu, posebno tržištu kapitala značajna, važna, specifična i različita od uloge ostalih aktera na finansijskom tržištu, tj. tržištu kapitala. Uloga države ima prvorazredni značaj u svim a posebno u početnim fazama razvoja tržišta kapitala, kada država koristeći svoj autoritet treba kod široke javnosti da ulije poverenje u finansijsko tržište, kao jednu sasvim novu i drugačiju instituciju od onih koje su do tada funkcionisale.

#### ***4.2.1.2. Mesto i uloga Narodne banke Jugoslavije na našem finansijskom tržištu***

U sprovođenju utvrđene monetarne politike, pred monetarne vlasti svake zemlje najpre se postavlja pitanje izbora između dva strateška pristupa monetarne kontrole: prvi je direktna kontrola a drugi se sastoji u indirektnoj kontroli. Generalno posmatrano, što je finansijsko tržište, posebno tržište novca manje razvijeno u datoj zemlji, sklonost centralne

banke da pribegne direktnoj monetarnoj kontroli - direktno ograničavanje kreditne aktivnosti banaka, limitiranje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, itd. je veće, i obrnuto.



Shema 28: Indirektna monetarna kontrola kao strateški izbor u zemljama Evropske unije

U zemljama sa razvijenim finansijskim tržištem, kod kojih tržište novca karakteriše visok stepen likvidnosti i trgovanje širokim spektrom kratkoročnih hartija od vrednosti, indirektna monetarna kontrola dolazi u prvi plan. Sama indirektna monetarna kontrola kao generalni pristup nameće pred centralnu banku, koja ga sledi, izbor između dve alternative, i to: upravljanje kratkoročnim kamatnim stopama ili upravljanje monetarnom bazom, tj. primarnim novcem. Od momenta nastanka EEZ, centralne banke zemalja članica su u operativnom sprovođenju monetarne politike koristile i jedan i drugi pristup. Međutim, u drugoj polovini 90-ih u svim zemljama Evropske unije glavni akcenat je na upravljanju kratkoročnim kamatnim stopama. S obzirom da u datoj hijerarhijskoj strukturi odabrane indirektna monetarne kontrole (Shema 29) upravljanje kratkoročnim kamatnim stopama može da bude u funkciji postizanja domaćih ciljeva monetarne politike ili cilja u pogledu deviznog kursa, centralna banka se mora opredeliti za jednu od tih opcija. Izbor je, svakako, diktiran veličinom i stepenom otvorenosti nacionalne ekonomije.

U velikim i relativno zatvorenim ekonomijama centralne banke stavljaju akcenat na domaće ciljeve monetarne politike, kao što je to situacija sa Sistemom federalnih rezervi u SAD i Centralnom bankom Japana, dok s druge strane za zemlje EMU je karakteristično da su one relativno male i da iskazuju relativno visoko učešće spoljnotrgovinskih transakcija u GNP, tako da optimalno rešenje predstavlja podređivanje režima i politike kratkoročnih kamatnih stopa u pogledu deviznog kursa.<sup>301</sup> U operacionalizaciji napred navedenih ciljeva, centralna banka može koristiti utvrđivanje targeta u pogledu stope inflacije ili utvrđivanje targeta u pogledu odabranog monetarnog agregata. Suština modela targetiranja monetarnih agregata ogleda se u fiksnom određivanju monetarnih agregata na godišnjem nivou, uz mogućnost malih oscilacija u okviru zone stope rasta u

<sup>301</sup> Đukić Đorđe, *Kratkoročne kamatne stope u fokusu intervencija centralnih banaka na tržištu novca*, Berza br. 1, Želnid, Beograd, 1997., str. 28

srednjoročnom razdoblju.<sup>302</sup> Za koji će se monetarni agregat, kao ciljnu veličinu pri targetiranju monetarne politike, opredeliti konkretna zemlja zavisi od niza okolnosti. Pri ovome, bitno je istaći da sa aspekta praktične sprovodivosti velikih razlika između pomenutih varijanti nema, jer u oba slučaja centralna banka mora pažljivo da prati, tj. obavlja monitoring velikog broja varijabli koje odražavaju kretanja u realnom i finansijskom sektoru.

Koncepcija monetarne politike u tranzitornom periodu mora da stavi akcenat na umereno restriktivnoj politici kreiranja novca i kredita, uz fleksibilnu državnu kontrolu tržišnog formiranja cena, kamatnih stopa i deviznog kursa i uz nužno restrukturiranje i usklađivanje privredne strukture. Rigidna restriktivna monetarna politika bi u našim uslovima imala snažne destabilizacione efekte, jer bi delovala na potenciranje nelikvidnosti u privredi, a vrlo slabo na potiskivanje sistemskih i strukturnih elemenata inflacije. Jedino umerena i fleksibilna monetarna politika obezbeđuje dovoljno manevarskog prostora za sinhronizovano usklađivanje privredne strukture i otklanjanja osnovnih sistemskih i konjunkturalnih inflacionih žarišta, bez izazivanja duboke nelikvidnosti i kontraproaktivnih efekata na privrednu aktivnost.<sup>303</sup> Kod nas u Jugoslaviji, bez obzira što se vodi restriktivna monetarna politika ne dolazi do smanjenja stope inflacije i rešavanja ili ublažavanja problema nelikvidnosti privrede, jer su uzroci inflacije i nelikvidnosti ugrađeni u samu strukturu sistema i strukturu privrede. U cilju obezbeđenja zadovoljavajućeg stepena fleksibilnosti monetarne politike neophodno je prethodno rešiti sledeća dva problema: najpre treba neutralisati efekte monetarne politike na podržavanje selektivnih ciljeva makroekonomske politike u cilju eliminisanja budžetske alokacije novca i s druge strane treba onemogućiti aktivizaciju alternativnih finansijskih agregata i monetarne politike. Rešenja se mogu tražiti u dva pravca: 1) U pogledu ograničavanja i/ili stroge selekcije preferencijalnog napajanja primarnim novcem određenih sektora (izvoz, poljoprivreda), i 2) U smeru znatnijeg uključivanja poslovnih banaka u koncentracije sredstava u segmentu selektivnog finansiranja privrede, na stimulativnim tržišnim osnovama, uz veće korišćenje budžetskih sredstava za ove namene.<sup>304</sup>

Centralna banka na novčanom tržištu ima dvojaku ulogu. S makroekonomskog aspekta ona, u funkciji uticaja na količinu novca i monetarne tokove, reguliše aktivnost i potencijal novčanog tržišta i merama svoje monetarne regulative opredeljuje njegovo ponašanje. S mikro aspekta, centralna banka u kontaktima s bankama i specijalizovanim profesionalnim posrednicima i trezorom, utiče na sigurnost tržišta i likvidnost finansijskih instrumenata s kojima se trguje na novčanom tržištu. Trgovanje novcem i hartijama od vrednosti u tržišno razvijenim zemljama je veoma razvijeno, negde dovedeno skoro do perfekcije. Postoji širok spektar kratkoročnih hartija od vrednosti, različitih vrsta, rokova i uslova, koji mogu zadovoljiti, s gledišta svoje sigurnosti, likvidnosti i kamate, svaku potrebu, ukus i transakciju brojnih učesnika na novčanom tržištu. Jedna od bitnih funkcija novčanog tržišta je i izravnavanje likvidnosti novčanih institucija, što doprinosi optimalnim oblicima upravljanja likvidnošću banaka, kao i uravnoteženju ponude i tražnje novčanih sredstava, a time i objektivno formiranje tržišne cene u poslovanju novčanog tržišta.

Svuda u svetu se novčano tržište razvija uz puni nadzor, uticaj i monetarnu podršku centralne banke, kako preko eskontne i lombardne politike, tako i preko složenog mehanizma operacija otvorenog tržišta. Svojom strogošću, supervizorstvom i opštim

---

<sup>302</sup> Jovanović Miodrag, Đurović-Todorović Jadranka, Đorđević Marina, Značaj izbora adekvatnog modela monetarne politike za stabilan privredni razvoj, *Ekonomске teme* br. 2, Ekonomski fakultet u Nišu, ABAK, Niš, 2000., str.135-151

<sup>303</sup> Živković Aleksandar, Komazec Slobodan, *Monetarna ekonomija - mehanizam i politika efikasnog upravljanja novcem*, Čigoja, Beograd, 1998., str.534

<sup>304</sup> Isto, str. 535

nadzorom u odnosu na subjekte tržišta, centralna banka je uz kompetentnost pravne države osnovni faktor koji održava sigurnost i poverenje učesnika na tržištu u institucije i mehanizme noćanog tržišta. Kako novčano tržište u Jugoslaviji nije razvijeno teško je zamisliti uspešan razvoj tržišnih elemenata u finansijskom sistemu i efikasnost monetarne politike ukoliko se ne preduzmu određene institucionalne i ekonomske mere za razvoj savremenih institucija i mehanizama novčanog tržišta. Postojeće novčano tržište znatno zaostaje, ne samo u odnosu na organizovanost tih tržišta u drugim zemljama, već i u odnosu na objektivno stvorene materijalne uslove i finansijske mogućnosti za njegovo efikasno funkcionisanje kod nas. Uticaj NBJ na novčanom tržištu je još uvek krajnje periferan i nesavremen u odnosu na praksu i proverena iskustva drugih centralnih banaka. Uz sve ograde da je Narodna banka Jugoslavije "zarobljenik" kreditnog i selektivnog intervencionizma i pokrivanja enormnog budžetskog deficita iz primarne emisije i da još uvek nema institucionalnu samostalnost u kreiranju monetarne politike, te da su politička i ekonomska nestabilnost i nepovoljna finansijska klima značajni i limitirajući faktori za celovitiji razvoj novčanog tržišta, treba navesti da i određeni faktori koji se ne mogu podvesti pod objektivne i eksterne determinante bitno ograničavaju razvoj novčanog tržišta, posebno tržišta kratkoročnih hartija od vrednosti. To se odnosi, jednim delom na subjektivne okolnosti, tj. stručnu inertnost nepoznavanja suštine suptilnog mehanizma, instrumentarija kao i inostranih iskustava, koji čine savremeno novčano tržište, a drugim delom na nerazumevanje zvaničnih institucija da se prihvate stručni i kompetentni inovativni predlozi za osavremenjavanje našeg novčanog tržišta.

Da bi monetarno-kreditna politika bila efikasna neophodno je da raspolaže određenim arsenalom instrumenata. Svi instrumenti monetarne politike mogu se svrstati u dve osnovne grupe, i to:

- 1) kvantitativni instrumenti i
- 2) kvalitativni, tj. selektivni instrumenti.

**Kvantitativni instrumenti** deluju globalno u celoj privredi, dok **kvalitativni instrumenti** deluju selektivno u pogledu vrste kredita, korisnika, namene, načina korišćenja, rokova, kamate i sl.

Od kvantitativnih instrumenata u teoriji i praksi najzastupljeniji su:

- politika obaveznih rezervi,
- eskontna politika i
- politika otvorenog tržišta.

Najčešće primenjivani kvalitativni instrumenti monetarne politike su:

- regulisanje kredita centralne banke poslovnim bankama,
- regulisanje uslova kredita i
- selektivna kreditna politika.

**Politika otvorenog tržišta (Open market policy)** kao instrument monetarne politike prvi put je upotrebljen u Velikoj Britaniji pre prvog svetskog rata. Masovna i sistematska upotreba ovog instrumenta vezuje se za dvadesete godine ovog veka. Osnovne funkcije politike otvorenog tržišta su: održavanje kursa državnih hartija od vrednosti na željenom nivou i regulisanje kreditnog potencijala banaka, kao i količine novca i kredita u privredi.

Operacije na otvorenom tržištu mogu da se odvijaju:

- na tržištu državnih hartija od vrednosti
- na drugim domaćim tržištima hartija od vrednosti i
- na deviznom tržištu.

Primarna pretpostavka korišćenja politike otvorenog tržišta, kao instrumenta monetarne politike, jeste postojanje razvijenog finansijskog tržišta, a posebno tržišta novca kao njegovog segmenta. Centralna banka pri operacijama na otvorenom tržištu trguje, najčešće, sa državnim i to prvoklasnim hartijama, a pojavljuje se isključivo na sekundarnom tržištu novca. Ako bi se centralna banka pojavila na primarnom, tj.

emisionom tržištu državnih hartija, odnosno ako bi kupovala hartije neposredno od odgovarajućih državnih institucija pri njihovom emitovanju, to ne samo da bi značilo odsustvo autonomije centralne banke u odnosu na zakonodavnu i izvršnu valst, već ni emitovane hartije ne bi prošle tržišno vrednovanje u pogledu kamatne stope i ostalih tržišnih kriterijuma. A kao najvažnije, teško da bi takve transakcije bile u funkciji regulisanja monetarne politike, što se učešćem na sekundarnom tržištu u stvari postiže.

Česta je praksa da centralne banke pored osnovnog stoka državnih hartija uvode i druge hartije kao predmet kupoprodajnih transakcija na otvorenom tržištu. To su uglavnom komercijalni zapisi, kao i menice velikih korporacija sa rokom dospeća od četiri do šest meseci. Centralna banka može emitovati i sopstvene hartije od vrednosti, koje prevashodno kupuju finansijske institucije na sekundarnom tržištu novca, pri čemu je posebno važno da centralna banka ne nameće svoje hartije ostalim učesnicima, već da im ostavi slobodu odlučivanja o izboru konkretnih hartija koje će kupiti. Svako administriranje, kako u odnosima između države i centralne banke, tako i u odnosima između centralne banke i ostalih banaka i drugih finansijskih institucija, eliminisalo bi slobodno delovanje tržišnih zakona i slobodno odlučivanje banaka, da u zavisnosti od sopstvene likvidnosti, kupuju, između ostalih, i hartije centralne banke.

Centralna banka putem politike otvorenog tržišta na kratak rok direktno utiče na monetarnu bazu, odnosno visinu depozita koje banke drže kod nje. Istovremeno, deluje na nivo likvidnosti poslovnih banaka, njihov kreditni potencijal, a preko monetarne multiplikacije i na količinu novca u opticaju. Takve dinamičke operacije centralne banke, pored glavnih efekata, imaju i dodatne efekte, koji se ogledaju u kratkoročnim dejstvima na nivo kamatnih stopa. Centralna banka može, a u razvijenim privredama to često i čini, da deluje defanzivno, odnosno da operacijama na otvorenom tržištu neutrališe nepoželjne efekte, najčešće sezonskog karaktera, na rezerve likvidnosti banaka. Takve okolnosti nastaju pri odlivu novca, koji povlači sektor stanovništva u sezoni godišnjih odmora, božićnih i novogodišnjih praznika i sl. U tom smislu ako centralna banka želi da ostvari efekte kreiranja novca, ona će na otvorenom tržištu kupovati kratkoročne hartije, i obrnuto, ukoliko želi da ostvari efekte povlačenja novčanih sredstava, centralna banka pristupa prodaji hartija od vrednosti.

Narodnoj banci Jugoslavije, prema važećoj zakonskoj regulativi, za postizanje utvrđenih ciljeva monetarne politike, stoji na raspolaganju niz mera i instrumenata, kao što su na primer:

- operacije na otvorenom tržištu,
- izdavanje i povlačenje blagajničkih zapisa,
- reeskont domaćih i inostranih prenosivih kratkoročnih hartija od vrednosti u okviru reeskontnih kontigenata,
- refinansiranje kredita na osnovu određenih kratkoročnih hartija od vrednosti u okviru kontigenata za refinansiranje relombardnih kontigenata,
- obavezna rezerva kod NBJ,
- opšta eskontna stopa i druge kamatne stope NBJ.

Transakcije Narodne banke Jugoslavije na finansijskom tržištu obavljaju se sa sledećim hartijama od vrednosti:<sup>305</sup>

- obveznicama Narodne banke Jugoslavije,
- kratkoročnim hartijama od vrednosti, koje je izdala SRJ ili republika članica,
- kratkoročnim hartijama od vrednosti, koje su izdala javna preduzeća, a za koje garantuje država ili republika članica,
- menicama, koje su izdala pravna lica na osnovu dužničko-poverilačkih odnosa zasnovanih na prometu robe i vršenju proizvodnih usluga sa rokom dospeća do 90

<sup>305</sup> Odluka o uslovima pod kojima NBJ učestvuje na finansijskom tržištu, Službeni list SRJ br. 8/96



dana, sa avalom prvoklasne banke, po kojima je trasat ili remitent pravno lice iz oblasti proizvodnje.

U okviru reeskontnih kontigenata, NBJ može kupovati od banaka i prodavati bankama i komercijalne zapise sa rokom dospeća od 90 dana, uz garanciju bar dve banke, blagajničke zapise NBJ i blagajničke zapise poslovnih banaka.

Teorijski govoreći, operacije na otvorenom tržištu se preduzimaju s ciljem da se izazovu željene promene u kreditnim tokovima na makro planu, kao i na određenu strukturu kamatnih stopa, što u daljem toku ima uticaj na opšti nivo privredne aktivnosti. Diskontna stopa centralne banke i njene operacije na otvorenom tržištu izazivaju promene u rezervama likvidnih sredstava banaka, ali operacije na otvorenom tržištu deluju mnogo direktnije i brže nego variranje diskontne stope. Za razliku od uticaja diskontne stope, koji je indirektnog karaktera, operacije na otvorenom tržištu pogađaju likvidnosnu poziciju banaka na direktan način, zato što svaka kupovna operacija centralne banke na tržištu hartija od vrednosti povećava obim primarnog novca za iznos koji je jednak vrednosti obavljene kupovine, dok svaka prodajna operacija smanjuje količinu ovog oblika novca. Varijacije u nivou primarnog novca izazvane ovim merama neposredno utiču na nivo likvidnosti poslovnih banaka.

Pored ovih glavnih efekata operacija centralne banke na tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti, javljaju se i dodatni efekti koji se reperkutuju kroz promene nivoa kamatnih stopa hartija od vrednosti. Kada centralna banka proda hartije na tržištu, kao izraz sprovođenja restriktivne monetarne politike, doći će do smanjenja obima primarnog novca i sužavanja okvira kreditnog potencijala i plasmana banaka, što može da bude praćeno porastom tržišnih kamatnih stopa na kratak rok. Obrnuto, ako centralna banka pristupi kupovini hartija, kao izraz sprovođenja ekspanzivne monetarne politike, doći će do ekspanzije primarnog novca, porasta kreditnih potencijala banka i na toj osnovi obima njihovih plasmana, što može da bude propraćeno određenim snižavanjem tržišnih kamatnih stopa, a sve pod uslovom da se nivo kamatnih stopa formira u zavisnosti od ponude i tražnje za novčanim sredstvima.

Pri obavljanju operacija centralne banke na tržištu hartija od vrednosti inicijativa u monetarnoj akciji pripada centralnoj banci, za razliku od reeskontnih operacija kod kojih banke odlučuju o obimu kredita koji će povući od centralne banke. Ove operacije, takođe, predstavljaju za sve učesnike na tržištu novca, dobrovoljne transakcije koje ne sadrže efekat skrivenog poreza, kakav je slučaj kod politike obaveznih rezervi, pogotovu u situacijama kada se radi o držanju nekamatonosnih obaveznih rezervi.

Narodna banka Jugoslavije je krajem 1989. godine uvela u regulacioni mehanizam monetarne politike operacije na tržištu hartija od vrednosti. Za početak NBJ se opredelila za takav tip operacija koje znače kupovinu i prodaju sopstvenih blagajničkih zapisa na tzv. primarnom tržištu posredstvom licitacija, odnosno aukcija, jer u Jugoslaviji još nije dovoljno razvijeno sekundarno tržište hartija od vrednosti. Koliko je značajno koristiti ovaj instrument monetarne politike vidimo u prednostima koje se javljaju kod ovog instrumenta u odnosu na politiku obaveznih rezervi i eskontnu politiku. Najznačajnije od ovih prednosti su sledeće:

a) Prvo, *operacije na otvorenom tržištu su pod potpunom kontrolom centralne banke*, što je slučaj i sa obaveznom rezervom. Međutim, u slučaju operacija na otvorenom tržištu može se pristupiti finom doziranju ponude novca na kontinuiranoj osnovi, dok male promene u stopi obavezne rezerve izazivaju velike promene u likvidnosnoj poziciji depozitnih institucija, sa velikim efektima na profitabilnost tih institucija. Ukoliko je reč o centralnoj banci koju odlikuje visok stepen institucionalne nezavisnosti od izvršne i zakonodavne vlasti inicijativa da se kupuju ili prodaju hartije od vrednosti na otvorenom tržištu leži na upravljačkom organu centralne banke. Pri tome, za centralnu banku postoje samo tehnički limiti koji se odnose na iznos hartija koje se nude na finansijskom tržištu ili

iznos hartija koje su u portfelju centralne banke. Tim limitima nije predodređen smer operacija. U slučaju eskontne stope inicijativa je na centralnoj banci, ali da li će i u kojoj meri deponitne institucije pozajmljivati sredstva od centralne banke je stvar njihove procene i odluke.

b) Drugo, *operacije na otvorenom tržištu su fleksibilne* u tom smislu da centralna banka može da vrši kupovine velike količine hartija sa velikim iznosom i da brzo nakon toga izvrši prodaju, takođe, velike količine hartija sa velikim iznosom. U kratkim vremenskim intervalima centralna banka može na regularnoj osnovi da menja monetarnu bazu. Fleksibilnost te vrste omogućavaju aranžmani o ponovnom otkupu, tj. reotkupu hartija. Nasuprot tome, česte promene u stopi obavezne rezerve ili eskontnoj stopi mogu izazvati konfuziju među deponitnim institucijama i veću uzdržanost u odobravanju kredita preduzećima, posebno na dugi rok.

c) Treće, *kod operacija na otvorenom tržištu tzv. efekat objave (announcement effect) nije prisutan ili ga je teško prepoznati* zbog teškoća da se iskustveno, tokom vremena, sazna da li je centralna banka vršila neto kupovinu ili neto prodaju hartija. Nasuprot tome, u toku promene visine eskontne stope ili stope obavezne rezerve efekat objave je snažno prisutan, čime je smanjena fleksibilnost tih instrumenata. Bez obzira na nejasnoće i različita gledišta oko tzv. efekta objave, činjenica je da akteri na finansijskom tržištu sa visokom verovatnoćom mogu pogrešno interpretirati tehnička prilagođavanja u eskontnoj stopi ili stopi obavezne rezerve i smatrati ih kao promene u kursu monetarne politike. Čak i u situaciji kada se efekti objave od strane aktera na finansijskom tržištu interpretiraju na odgovarajući način, mogu se pojaviti nepoželjni efekti. Tako recimo na signale o povećanju kratkoročnih kamatnih stopa, po pravilu, usledi povećanje umesto smanjenja izdataka, baš zbog buduće više kamatne stope.<sup>306</sup>

U praksi se koriste dva načina za sprovođenje operacija na otvorenom tržištu. Prvi je trajna kupovina i/ ili prodaja hartija od vrednosti bez aranžmana o ponovnom otkupu (outright purchase or sale). Time se izazivaju trajne promene monetarne baze koje se koriste kod ofanzivnih operacija. Drugi je aranžman o ponovnom otkupu (repurchase agreement - RPs) kojim se privremeno povećava monetarna baza i koristi se kod defanzivnih operacija. U ovom slučaju centralna banka kupuje hartije, ali se prethodno dogovori o roku i ceni po kojoj će ove hartije diler koji ih je prethodno prodao sada kupiti. U većini slučajeva to je rok od jedne do dve sedmice. Kada centralna banka želi da poništi povećanje monetarne baze izazvano, primera radi, korišćenjem kredita preko eskontnog šaltera, ona će, takođe, privremeno prodati hartije, koristeći aranžman obrnutog smera od aranžmana o otkupu (reverse RPs). Monetarna baza ili primarni novac treba, u krajnjoj instanci, da služi za poravnanje transakcija u bankarskom sistemu.

Da bi tržište novca bilo efikasno u alokaciji kredita, ponuda i tražnja za kratkoročnim izvorima sredstava moraju biti osetljive na kretanje kamatnih stopa. Tržište novca u Jugoslaviji je segmentirano i novčana sredstva se prikupljaju izvan bankarskog sistema ili izvan tržišta novca, tako da alokacija najvećeg kvantuma sredstava nema uticaj na kretanje kamatnih stopa na ovom tržištu. Ukoliko se želi širenje operacija na otvorenom tržištu u cilju regulisanja likvidnosti ukupnog bankarskog sistema, onda kamatna stopa na hartije od vrednosti mora biti dovoljno atraktivna. Šira upotreba sporazuma o otkupu hartija između centralne banke i poslovnih banaka nije moguća dok se u portfelju banaka ne nađe kritična masa hartija od vrednosti, posebno državnih (zapisa, bonova, obveznica). Naime, kod nas poslovne banke nemaju interesa da upisuju blagajničke zapise NBJ na dobrovoljnoj osnovi, jer je kamatna stopa na te zapise daleko niža od efektivne aktivne kamatne stope, koju banke zaračunavaju svojim komitentima za korišćenje kredita. Bez

---

<sup>306</sup> Cargill, T. F., Money, the Financial System & Monetary Policy, Third Edition, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New York, 1986., str. 348-350

davanja signala od strane NBJ u tom pravcu neće se aktivirati tržište novca a samim tim neće biti moguće ni "fino" regulisanje likvidnosti bankarskog sistema.

Od 1994.godine do danas Narodna banka Jugoslavije se trudila da širokim instrumentarijem monetarnog regulisanja, prilagođavajući ga datim uslovima, ostvaruje ciljeve i zadatke koji su joj bili postavljeni. Osnovni instrument u celom periodu bile su devizne transakcije i intervencije NBJ na deviznom tržištu. Od 24.01.1994.godine, tj. od starta Programa monetarne rekonstrukcije pa do polovine 1994.godine primarni novac se isključivo kreirao po osnovu deviznih transakcija. Međutim, u tom periodu dolazi do multiplikacije novca putem kreditne aktivnosti banaka, tako da u drugom polugodištu dolazi do poništavanja novca deviznim transakcijama. Ovaj instrument je korišćen i tokom narednih godina. Ukupan obim deviznih transakcija za period od 1994. do 1999.godine bio je oko 15 milijardi dinara po osnovu kupovine i približno isti iznos po osnovu prodaje deviza. To znači da su ukupne devizne transakcije bile neutralne, kada je u pitanju stvaranje i poništavanje primarnog novca, pri čemu treba naglasiti da se ovi procesi ne odvijaju istovremeno, već sa izvesnim vremenskim pomakom.

Drugi instrument koji je NBJ koristila u ovom petogodišnjem periodu bila je politika refinansiranja. Ovaj instrument je retko korišćen, ali u pojedinim momentima, preko banaka, valjalo je podržati neke prioritetne namene, kao što su poljoprivreda i elektroprivreda. Ove transakcije ostvarivane su tokom 1994.godine i tokom 1999. zbog NATO agresije, tako da se procenat refinansiranja portfelja banaka kretao od 40-60%.

Eskontna politika je, takođe, bila instrument za kojim je posezala NBJ, mada ne tako često. Osnovni razlog nekorisćenja eskontne politike bila je činjenica da ni privreda ni banke nisu imale dovoljno kvalitetne menice, koje bi bile predmet kupoprodaje na finansijskom tržištu. Čak i kad ih je NBJ prihvatila, javljali su se problemi oko njihovog otkupa.

Tabela 27: Prosečne kamatne stope na novčanom tržištu za period od 1994. do 1999.godine

Godina	1994.		1995.		1996.		1997.		1998.		1999.	
	God.	Mes.	God.	Mes.	God.	Mes.	God.	Mes.	God.	Mes.	God.	Mes.
Eskontna stopa	8.04	0.64	9.00	0.72	85.82	5.21	40.43	2.83	35.04	2.50	29.23	2.13
Kamatne stope na prodane kratkoročne hartije od vrednosti NBJ	5.90	0.47	8.16	0.65	105.4	5.08	57.60	3.81	47.56	3.25	34.08	2.44
Kamatne stope na kupljene kratkoročne hartije od vrednosti od strane NBJ	9.38	0.74	10.58	0.83	101.5	5.91	51.44	3.47	49.90	3.36	28.92	2.11
Kamatne stope na komerc zapise ostvarene na Beogradskoj berzi	***	***	***	***	395.1	14.0	194.7	9.29	126.7	6.94	65.74	4.24
Kamatne stope na žiralni novac	139.9	7.46	1,356	24.6	507.0	15.9	280.5	10.8	80.01	4.95	41.43	2.89

**Politika eskontne stope** korišćena je tokom ovog perioda. Između NBJ i poslovnih banaka, tokom 1994. i 1995.godine, bila je postignuta konvencija da poslovne banke ne utvrđuju visoke kamatne stope kako bi se privreda što brže oporavila. Međutim, tako utvrđena cena novca nije bila dovoljna da pokrije troškove poslovnog bankarstva. Banke su prateći rast cena na malo počele da koriguju visinu kamatne stope, tako da je ona u određenim momentima dostizala dvocifrene iznose na mesečnom nivou, što je predstavljalo ogroman balast za privredu, što se može videti iz tabele 27. Međutim, i pored ovako visokih kamatnih stopa tražnja za kreditima konstantno je bila veća u odnosu na ponudu. Osnovni uzrok za ovakvo stanje bio je hronični nedostatak obrtnih sredstava u preduzećima. S druge strane, banke su bile suočene sa velikom finansijskom nedisciplinom u pogledu naplate kamate, a posebno kredita. U tom smislu visok nivo nominalnih kamata više je služio za obračun, a daleko manje kao realan i naplaćen prihod banaka.

Tabela 28: Ukupan promet i stanje hartija od vrednosti za period od 1994. do 1999.godine (u milionima dinara)

Godina	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.
Promet hartija	447.00	591.60	1,153.40	5,330.30	4,436.40	4,687.10
Porast u %	*	33.02	94.96	362.14	-16.77	5.65
Stanje u portfelju NBJ	212.46	310.98	364.73	616.97	38.23	474.82

Najčešće korišćen instrument u proteklom periodu bila je **stopa obavezne rezerve**. Od 1994.godine, kada je nije bilo, što se itekako nepovoljno odražavalo na likvidnost bankarskog sistema, stigli smo do stope od 19,5% u 1999.godini.<sup>307</sup> Ovaj instrument prevashodno je korišćen u cilju održavanja likvidnosti banaka i kontrole monetarnih agregata.

Politika otvorenog tržišta, takođe, je u upotrebi u ovom periodu, ali efekti su bili izuzetno mali, što se može videti iz prethodne tabele.

Koristeći ovaj instrument NBJ je kupovala tuđe i prodavala svoje hartije. Ponuda za prodaju hartija od vrednosti Narodnoj banci Jugoslavije bila je znatno veća od tražnje za kupovinom njenih hartija i pored toga što su to bili najsigurniji plasmani sa realno pozitivnom kamatnom stopom. S druge strane, neke banke opredeljivale su se za kupovinu hartija nekih drugih emitenata, pa su usled nemogućnosti naplate istih otišle čak i u stečaj.

Kada se imaju u vidu ukupni odnosi monetarnih agregata i bilansnih pozicija prema društvenom proizvodu, kao i kratkoročni i drugoročni ciljevi ekonomske, a time i monetarne politike, proizilazi da su mogućnosti monetarne politike u narednom periodu jako ograničene, tako da neće biti prostora da se monetizuju gubici bankarskog sistema i da se putem dodatne monetizacije održava njegova likvidnost. To drugim rečima znači da je neophodno započinjanje procesa prestrukturiranja bankarskog sistema, sa svim bolnim merama koje taj posao podrazumeva. Samo time banke mogu poboljšati svoje bilanse čisteći ih od nenaplativih potraživanja, tj. kredita i visoko obračunatih kamata. Tome treba dodati i racionalizacije u svim pogledima, a posebno u pogledu neiskorišćenih ogromnih kapaciteta bankarskih usluga. U ovim procesima NBJ može i mora da pomogne bankama, tako što će koristeći miks instrumenata uticati na razvoj tržišta novca i hartija od vrednosti.

Uzimajući u obzir stanje u realnom i finansijskom sektoru možemo slobodno konstatovati da u našoj privredi još nisu ispunjeni prethodni uslovi za primenu indirektnih instrumenata monetarne regulacije, gde pre svega mislimo na operacije na otvorenom

<sup>307</sup> Danas stopa obaveznih rezervi iznosi 24,5%.

tržištu. Dok se ne ispune uslovi da operacije na otvorenom tržištu postanu dominantan oblik monetarne regulacije, neophodno je u praksi primenjivati prelazne oblike koji su sa stanovišta alokativne efikasnosti i kreditnog rizika superiorniji od postojećih. Jedan od instrumenata koji se koristi u razvijenim zemljama, kao što su Nemačka, Francuska i Belgija, ali koji je široko primenjivan i u tranzitornim ekonomijama, kao što su Češka, Mađarska, Poljska i Makedonija, su aukcije kredita centralne banke. Prednosti aukcije kredita centralne banke u odnosu na njihovo direktno odobravanje su:<sup>308</sup>

- uvođenje konkurentnih mehanizama između poslovnih banaka,
- veća transparentnost pri alokaciji kredita centralne banke,
- slabljenje podsticaja za lobističke pritiske prema centralnoj banci,
- usmeravanje kredita prema najefikasnijoj upotrebi,
- razvijanje mehanizama monetarne regulacije koji su kompatibilni sa modernom tržišnom privredom.

Prema tome, u doglednoj budućnosti Narodna banka Jugoslavije nastaviće sa primenom direktnih instrumenata monetarne politike, pri čemu bi trebala ove instrumente da kombinuje sa aukcijama kredita centralne banke, kao prelaznog instrumenta, i operacijama na otvorenom tržištu. Relativni značaj ovih instrumenata bi se tokom vremena menjao, tako da bi na značaju sve više dobijale operacije na otvorenom tržištu, dok bi značaj direktno alociranih kredita permanentno opadao.

U slučaju da pri aukcijama kredita centralne banke na finansijskom tržištu dominiraju nesolventne institucije, javljaju se sledeće deformacije:<sup>309</sup>

- hazardni moral (nesolventne banke nude visoke kamatne stope na aukcijama uz očekivanje da deo ili ceo iznos glavnice ili čak i kamata neće morati da se plate),
- negativna selekcija (NBJ odobrava kredite najrizičnijim poslovnim bankama, koje pri tom odobravaju kredite najrizičnijim preduzećima),
- stvaranje koalicija među nesolventnim bankama (nesolventne banke podržane od strane svojih, takođe nesolventnih preduzeća, stvaraju koalicije u cilju obaranja kamatnih stopa na aukcijama na što niži nivo).

Dakle, na Narodnoj banci Jugoslavije stoji velika odgovornost za sanaciju i prestrukturiranje bankarskog i čitavog finansijskog sektora, kao i za podsticaj razvoja tržišta novca kod nas, jer jedino na taj način može doći do ohrabriranja i privlačenja domaćih i stranih investitora za učešće na finansijskom tržištu. Na ovaj način došlo bi do zaustavljanja dugoročnog trenda devastacije i odliva resursa iz bankarskog sektora Jugoslavije i aktiviranja trenda sa suprotnim smerom.

#### ***4.2.1.3. Nužnost transformacije tradicionalne u savremenu banku kao aktera na finansijskom tržištu Jugoslavije***

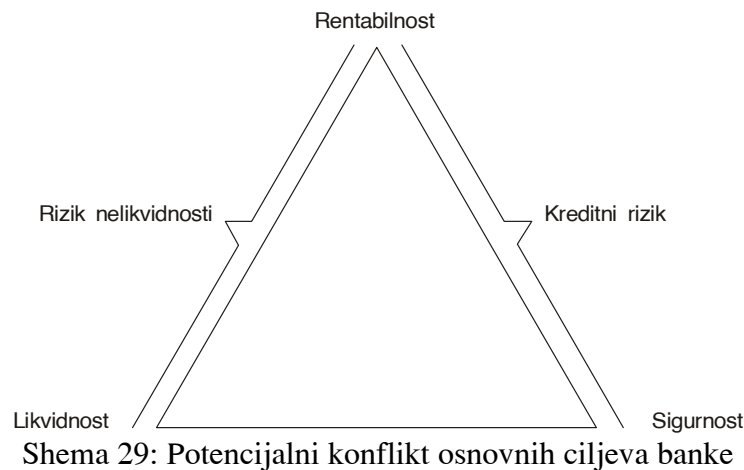
U uslovima sve oštrije konkurencije na domaćem i globalnom finansijskom tržištu, banka bez jasne i kvalitetne strategije podseća na brod, koji bez kompasa luta po valovitom moru i nikada se ne zna kada i u koju luku će uploviti. Zbog različitih interesa koji se prelamaju preko poslovanja banaka, postoji konfliktnost osnovnih ciljeva banke. Naime, poslovna politika banke mora da respektuje rizike koji nastaju kao posledica konflikta različitih interesa. Radi se o tome da apsolutizacija zahteva profitabilnosti nije čak ni u interesu akcionara banke, s obzirom da prihvatanje nestandardnih rizika može ugroziti stabilnost banke, što može izazvati varijacije prihoda i tržišnih vrednosti akcija banke. Prema tome, maksimizacija imovine, odnosno profita akcionara zahteva od menadžera

---

<sup>308</sup> Živković Aleksandar, Popović Svetlana, Monetarna politika privrede u tranziciji: slučaj Jugoslavije, Ekonomske teme br.2, Ekonomski fakultet u Nišu, ABAK, Niš, 2000. , str.129

<sup>309</sup> Isto, str. 129-130

banke permanentnu procenu šansi za većim profitom na jednoj strani i verovatnoću da profit neće biti ostvaren ili da će banka bankrotirati na drugoj strani. Rukovodstvo banke se neprekidno mora baviti konfliktom ciljeva profitabilnosti, likvidnosti i sigurnosti.<sup>310</sup> Do konflikta ciljeva dolazi u svakom onom trenutku kada menadžment banke preferira jedan od principa. Tada se narušava ravnoteža banke kao složenog poslovnog sistema sa mogućim negativnim posledicama u određenom sklopu tržišnih okolnosti (Shema 29).



U slučaju da banka preferira profitabilnost po svaku cenu, ugroziće sopstvenu likvidnost, što će se efektuirati kao rizik nelikvidnosti. Težeci maksimalnoj profitabilnosti banka može ugroziti i sopstvenu sigurnost, jer postoji mogućnost nesolidnih kreditnih plasmana, tj. da povećani kreditni rizik prouzrokuje bankrotstvo banke. Navedena analiza bi mogla inicirati zaključak da je banka institucija nesklona riziku i da potrebe za poželjnim nivoom likvidnosti i sigurnosti relativiziraju bančinu funkciju cilja. Shodno tome, bančina funkcija cilja bila bi maksimizacija profita uz minimiziranje rizika nelikvidnosti i kreditnog rizika. Ili, rentabilnost banke je funkcija likvidnosti i sigurnosti. Međutim, u praksi je neprihvatljiva navedena pojednostavljena teorijska koncepcija o banci kao instituciji koja nije sklona riziku. Stav banke prema riziku zavisi od njene veličine, od sukoba interesa vlasnika i menadžmenta banke i od organizacione strukture banke. Ne zapostavljajući osnovnu karakteristiku banaka da je njihovo poslovanje izloženo riziku, praksa pokazuje da je nesklonost riziku više svojstvena malim bankama nego velikim, s obzirom da veće banke imaju veću mogućnost disperzije svojih aktivnosti i po tom osnovu apsorbovanje ili relativizaciju rizika.<sup>311</sup>

Sve do 80-ih godina banke nisu poklanjale adekvatnu pažnju stratejskom planiranju i marketingu, već su se uglavnom obraćale eksternim konsultantima ili industrijskim kompanijama za pomoć. Međutim, konkurentski ambijent osamdesetih godina primorao je banke da razmotre svoju poziciju tradicionalnih bankara i sposobnost upravljanja je počela da dobija sve više na značaju.<sup>312</sup> Deregulacija finansijskog sektora i pojačana konkurencija između finansijskih institucija u razvijenim zemljama uticali su na početak korišćenja strateškog planiranja u većim bankama, tokom osamdesetih godina. Banke sve više koriste strateško planiranje kao sredstvo za sagledavanje svoje pozicije na konkurentnom tržištu kao i za traženje najboljih metoda za jačanje te pozicije.<sup>313</sup>

<sup>310</sup> Vasiljević, B., Jelić, R., Zarić, D., Upravljanje u bankama, Centar za ekonomska istraživanja, Beogradska banka, Beograd, 1990., str. 5

<sup>311</sup> Krstić Borko, Uloga banaka u procesu optimizacije konfliktnih interesa, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski fakulter u Nišu, Petrograf, Niš, 1999., str.143

<sup>312</sup> Chanon, F.D., Bank Strategic Management and Marketing, John Wiley and Sons, New York, 1986., str. 1-57

<sup>313</sup> Ćirović Milutin, Bankarski menadžment, Ekonomski institut, Beograd, 1995., str. 31-33

Na uspešnost poslovanja banke utiče interakcija triju ključnih komponenti: preduzetništvo - tehnologija - organizacija. Preduzetništvo, odnosno bankarski menadžment ima ključnu ulogu, jer on mora da bude dovoljno kreativan i inovativan kako bi sagledao razvojne trendove i donosio odgovarajuće odluke na planu poslovne politike, tehnologije i organizacije banke. Preduzetnički menadžment koristi odgovarajuće preduzetničke strategije:<sup>314</sup>

- *biti prvi, ali istovremeno i najbolji* - ova strategija je toliko rizična da češće vodi promašaju nego uspehu, jer pruža samo jednu šansu, koja ukoliko se odmah ne iskoristi vodi u totalni promašaj);
- *kreativna imitacija* - polazi od stava da je razumevanje i korišćenje inovacije bolje od samih inovatora, jer imitatori opslužuju tržište koje su prvobitni inovatori stvorili ali ga nisu na odgovarajući način opslužili;
- *"preduzetnički džudo"* - je takva strategije kada svi učesnici nešto znaju, ali niko ništa ne preuzima u vezi s tim, pri čemu se obično koristi konkurencija;
- *osvajanje ekološke niše* - ova strategija ima za cilj osvajanje monopola u jednoj manjoj, užoj oblasti tržišta.

Prve tri strategije imaju za cilj osvajanje liderske pozicije na tržištu ili potpune dominacije i pripadaju grupi konkurentnih strategija, jer svoje korisnike osposobljavaju da budu konkurentski sposobni. Po mnogim procenama od ovih strategija posebno se izdvaja "preduzetnički džudo", jer se smatra da je to najmanje rizična strategija i sa najviše izgleda za uspeh. Banke posebnu pažnju moraju poklanjati izboru adekvatne strategije, jer pogrešno izabrana strategija obično dovodi do problema, pa čak i do bankrotstva pojedinih banaka.

Proces deregulacije i liberalizacije u finansijskom sektoru širom sveta ima dalekosežne posledice po svetsko bankarstvo. To je naročito slučaj u zemljama u kojima je finansijski sektor bio decenijama zaštićen od konkurentskih tržišnih snaga. Sve bankarske i druge finansijske institucije početkom 90-ih godina suočile su se sa pitanjem kako da se prozicioniraju na željenom nivou na veoma konkurentnim finansijskim tržištima. Prilikom koncipiranja svojih strategija u novom konkurentnom ambijentu, banke i druge finansijske institucije imaju široku lepezu opcija na raspolaganju. U pitanju su vrste i kombinacije aktivnosti na kojima one žele da se angažuju i strategijski principi i smernice koje mogu da primene prilikom obavljanja tih aktivnosti. Banke i druge finansijske institucije imaju na raspolaganju sledeće strategijske opcije:

- *diverzifikacija (univerzalno bankarstvo) versus specijalizacija (osvajanje niša - sticanje monopola u manjoj, tj. užoj oblasti);*
- *konsolidacija pozicije na domaćem tržištu versus dalja ekspanzija na stranim tržištima;*
- *orijentacija ka proizvodu versus distribuciji ili klijentu;*
- *samostalan razvoj versus integracija ili akvizicija, zajednički poduhvat ili kooperacija i*
- *poslovanje velikog versus srednjeg ili malog obima.*

Za koju strategionu opciju će se opredeliti konkretna banka zavisi od niza faktora i brojnih specifičnosti vezanih za banku.

Bankarstvo u svetu se suočava sa ozbiljnim problemima i velikim izazovima. Banke u zemljama sa privredama u tranziciji suočavaju se sa specifičnim, odnosno različitim problemima od banaka u razvijenim zemljama. Uvažavajući pak potrebu njihovog uključivanja u svetske bankarske tokove, čak i njihovo gradualno uključivanje podrazumeva da će one relativno brzo absorbovati probleme razvijenog bankarstva, koji su druge prirode, ali ništa manje složeni, uprkos međunarodnim standardima koji se stalno

---

<sup>314</sup> Drucker Peter, Inovacije i preduzetništvo, Privredni pregled, Beograd, 1991, str. 64

donose i usvajaju u pokušajima harmonizacije. Osnovni uzroci koji su doveli do krize bankarstva u zadnjih 15 godina, kojih je bilo mnogo i čiji spisak Goldštaj<sup>315</sup> metaforično poredi sa telefonskim imenikom bi bili sledeći:

1) osmadesetih godina je došlo do tzv. finansijske fragilnosti, koja se identifikuje sa slabim kvalitetom imovine i smanjenom profitabilnošću banaka, kao prateća posledica brojnih promena koje su direktno ili indirektno dovele do ove pojave;

2) osamdesetih godina došlo je do proliferacije finansijskih posrednika, odnosno bankama su počele da konkurišu nebanakarske institucije, nudeći sve veću gamu finansijskih usluga, potiskujući banke i smanjujući njihovo učešće na tržištu;

3) razvoj finansijskih tržišta je dinamiziran zahvaljujući ponudi efikasnijih i jeftinijih usluga, što je klijente okrenulo od banaka ka finansijskim tržištima. Dubina finansijskih tržišta se meri izračunavanjem učešća novčane mase u GDP i ovaj pokazatelj u razvijenim zemljama iznosi 68%, u zemljama u razvoju sa visokim stopama privrednog rasta čak 92%, dok se odgovarajući pokazatelj u zemljama u tranziciji kreće od 17% do 47%;

4) da bi zadržale svoje učešće na tržištu, banke su se okrenule povećavanju broja usluga koje nude klijentima i ulaženju u sve rizičnije plasmane, što je imalo za posledicu porast broja i vrednosti loših plasmana i gubitaka banaka;

5) povećan broj finansijskih usluga i razvoj finansijskih tržišta na kojima je moglo da se trguje sve većim brojem derivata radi minimiziranja rizika poslovanja je povećao rizik poslovanja bankarskih subjekata, tako da je zahtevao pravovremene odgovore i obezbeđenje za povećanje rizika;

6) razvoj tehnologije, posebno informatičke i telekomunikacione, je obezbedio trgovanje 24 sata u toku jednog dana širom sveta, veliku mobilnost kapitala, u okviru koga lavovski deo čini onaj špekulativne prirode;

7) uvođenje međunarodnih standarda poslovanja (Cooke ratio i sl.) u prvo vreme je dalo rezultate, ali se krajem XX veka, pri tako obimnim finansijskim tokovima, pokazao neadekvatnim pokazateljima. Neadekvatnost je posebno markantna kod *Cooke ratio*, koji se sve češće nalazi pod lupom kritike. Osnovne primedbe koje se stavljaju ovom koeficijentu su: da nije u stanju na napravi razliku između idiosinkratskog i sistemskog rizika, da daje pogrešnu sliku o bankarskoj solventnosti i da ne odražava problem likvidnosti.<sup>316</sup>

8) mnoge banke su pristupile sjedinjenjima (mergers) i tzv. "slonovskim venčanjima ("elephant weddings"), kada je reč o velikim bankama u cilju smanjenja broja banaka i prekapacitiranosti. Markantan je i trend konglomeracije banaka, kompanija za poslove sa hartijama od vrednosti i osiguravajućih kompanija;

9) pokazalo se da prudencijalna kontrola nije uvek zadovoljavajuća i da ne obezbeđuje da banke budu imune na rizike loših plasmana, docnje dužnika i sopstvenih problema nesolventnosti. Ovome treba dodati i problem loše informisanosti i upravljanja, kao i interne kontrole, za šta se kao tipičan primer uzima kolaps Barings banke,<sup>317</sup>

10) praksa je pokazala da nadzor nad poslovanjem banaka nije bio zadovoljavajući. On je kao poseban problem izražen u zemljama u razvoju a još više u zemljama u tranziciji, koje u ranijem periodu nisu poznavale bankarstvo u pravom smislu te reči.

---

<sup>315</sup> Godstein Morris, The Case for an International Banking Standard, Institute for International Economics, Washington D. C., 1997.

<sup>316</sup> Opširnije o ovoj problematici videti u knjizi Claudia M. Buch, Creating Efficient Banking Systems, Theory and Evidence from Eastern Europe, Kiles Studien, 1996.

<sup>317</sup> Zahvaljujući slabostima informacionog sistema i sistema interne kontrole Nik Lipson je tokom 1995.godine ušao u obaveze od 27 milijardi \$, dok je kapital banke bio oko 615 miliona \$.



Najznačajniji uzroci kriza finansijskog sistema zemalja u razvoju i tranziciji su:

- makroekonomska nestabilnost kao posledica preduzetih strukturnih reformi i drugih distorzija u realnoj ekonomiji;
- nedovoljna sposobnost da se reaguje na spoljne šokove, ali ne u meri u kojoj to čine zrela tržišta;
- mikroekonomski problemi uzrokovani slabim upravljanjem preduzećima i nedovoljna obezbeđenja hipotekom ili zalogom;
- slab menadžment finansijskim institucijama;
- slabe institucije sistema;
- odsustvo vladavine prava, uvećano nedovoljnom regulativom i organizacijom nadzora;
- odsustvo finansijske discipline.

Osim ovih zajedničkih uzroka kriza finansijskog sistema, kod zemalja u tranziciji treba uzeti u obzir i sledeće specifične probleme:

- potreba izgradnje bankarskog sistema na dvostepenoj hijerarhiji, čemu su pristupile na samom početku sprovođenja reformi;
- visoka koncentracija bankarskog tržišta. Npr. u Belorusiji, Republi Češkoj, Mađarskoj, Poljskoj, Rumuniji, Slovačkoj, Sloveniji i Ukrajini, pet vodećih banaka su tokom 1994.godine sačinjavale 63-79% tržišta;<sup>318</sup>
- promene u privrednom sistemu, koje su podrazumevale i promene u bankarstvu i izgradnju finansijskog sistema, su bile praćene procesima privatizacije i izgradnjom institucionalnog i infrastrukturnog okruženja;
- promene su se odigravale u nedovoljno stabilnom makroekonomskom ambijentu;
- reforme bankarskog sistema su izvršene. Stvoren je dvostepen sistem bankarstva i centralne banke su dobile ovlašćenja koja imaju sve centralne banke u svetu, ali je problem efikasnog nadzora izostao;
- problemi nenaplativih potraživanja primorali su ove zemlje da paralelno sa reformama u bankarstvu pristupe procesu rehabilitacije banaka, budući da slabe banke ne mogu da obezbede željene stope privrednog rasta i razvoja;<sup>319</sup>
- uvedene su mere prudencijalne kontrole u skladu sa međunarodnim standardima, pri čemu banke nisu mogle da poštuju usvojena pravila;
- transakcioni troškovi, koji su izuzetno visoki, su posledica neefikasnosti ili slabe efikasnosti bankarskog sistema i oni su u proseku dvostruko viši od istih u razvijenim zemljama.

U savremenim uslovima globalizovanog i internacionalizovanog sveta finansija krize se vrlo brzo prenose s jednog kraja sveta na drugi. U tom smislu su činjeni značajni pokušaji u utvrđivanju pravila ponašanja kojih bi trebalo da se pridržavaju naročito banke koje su involvirane u međunarodnim transakcijama. Ranije pominjani ekonomista Goldštajn ukazao je da se banke u zemljama u razvoju stalno "klizaju na ledu", te da se stoga trebaju pridržavati sledećih mera u cilju ozdravljenja svojih bankarskih sistema:

- 1) uspostavljanje veće transparentnosti u preteranim vladinim intervencijama i vlasništvu u bankarskom sektoru;
- 2) jačanje javnosti finansijskog stanja banaka;
- 3) prihvatanje striktnih međunarodnih računovodstvenih standarda;
- 4) povećanje bankarskog kapitala na nivo da banka može da odgovori izazovima prevrtljivog makroekonomskog okruženja;
- 5) propisivanje limita za odobravanje kredita određenim kategorijama subjekata, kao što su zaposleni, vlasnici ili kompanije koje su vezane za banku;

<sup>318</sup> Industrial Development Global Report, UNIDO, 1997., str. 57

<sup>319</sup> Prema podacima MMF rešavanje bankarskih kriza u ZUR su od 1980. koštale oko 250 milijardi \$.

- 6) uvođenje mera obezbeđenja, koje bi trebalo da smanje uticaj politike na poslovanje banaka;
- 7) poboljšanje interne bankarske kontrole i
- 8) poštovanje sistema nadzora od strane centralne banke.

Neuspesi u finansijskom sistemu su tipično složeni i razlikuje se jedan od drugog. Da bi se shvatili zamršeni procesi u njemu, potrebno je napraviti šemu i izvršiti uprošćavanje, ali bez ekstremnog redukovanja, koje može da navede na pogrešan put. S obzirom da uzročni mehanizmi ne mogu u potpunosti da se razumeju, oslanjanje na pretpostavljenu klasifikaciju ne bi bilo oportuno. Umesto toga, kao što se pristupa sa bolestima koje se ne poznaju dobro, može se izvršiti klasifikacija na osnovu karakteristične grupe simptoma, tj. sindroma koji se ispoljavaju. Mnoge krize u bankarskom sistemu u zemljama u razvoju izgledaju endemično, sa obeležjem povratnih problema koji se ogledaju u insolventnosti i nelikvidnosti a koji traju godinama. Druge zemlje iskusile su epidemiju, koja je ponekad povezana sa makroekonomskim kolapsima, a nekad nije. Ovi sindromi neuspeha nude pogodan okvir za klasifikaciju preventivnih mera.

Restrukturiranje bankarskog sektora deo je ukupnih tržišnih reformi i zato se odvija na dva nivoa: na nivou poslovnog okruženja banke i na institucionalnom nivou same banke.

Bez *promene poslovnog okruženja banke* svaki program restrukturiranja ostaje samo skup eksperiment, sa velikom verovatnoćom da se problemi ponove i multiplikuju. U ukupnom makroekonomskom okruženju, neophodno je da se sledi politika otvorene privrede, sa umerenim sistemom zaštite domaće privrede i monetarnom i fiskalnom politikom koje obezbeđuju valutnu i cenovnu stabilnost. U sklopu napora za efikasnije poslovanje i "dobar rast" neophodno je da se obezbedi poslovno, organizaciono i vlasničko restrukturiranje gubitaša i dužnika. Politike u finansijskom sektoru treba da omoguće fleksibilne kamatne stope i reduciranje selektivnog i subvencionog finansiranja. Opšta pravna regulativa treba da omogući efikasni sistem zaštite poverilaca, što je ključni faktor za uspostavljanje finansijske discipline i zaštitu prava vlasnika. Regulativa koja definiše poslovanje banaka, treba da obezbedi ispunjenje osnovnih uslova vezanih za bankarsko poslovanje i superviziju, a pre svega zahtev za adekvatnošću kapitala. Posebno je važno pitanje stepena otvorenosti informacija o poslovanju. Kao preduslov za pomoć u programima sektorskog restrukturiranja zatvorenih finansijskih sistema multilateralne organizacije postavljaju kao uslove sledeće:

- političku stabilnost,
- umerene stope inflacije,
- stabilni devizni kurs,
- politiku otvorene privrede i izvoznu orijentaciju,
- uravnoteženje državnog budžeta, kroz reforme fiskalnog sistema,
- reformu zdravstvenog i penzijskog sistema uvođenjem penzionih šema i novih oblika štednje i upravljanja penzionim fondovima.

Kada je reč o specifičnim zahtevima, koji se postavljaju pred finansijskim sektorom, onda su to:

- radikalno čišćenje bilansa banaka od loših plasmana,
- poboljšanje upravljanja rizicima, posebno kreditnim, kroz organizaciono restrukturiranje,
- smanjenje troškova i povećanje rentabilnosti poslovanja,
- što hitnije povratiti poverenje stanovništva u bankarski sektor.

Na *institucionalnom nivou* banke proces restrukturiranja obuhvata pet faza:<sup>320</sup>

1) *Osvešćenje* - je prvi i možda najvažniji korak. Potrebno je sačiniti dijagnozu stanja, oceniti pravu prirodu i veličinu gubitka, oceniti menadžment, poslovnu politiku i ukupnu operativnu efikasnost banke ;

2) *Promena tima* - pojačati kontrolu od strane vlasnika i promeni tim menadžera koji gubi;

3) *"Ceđenje drenovine"* - zaustaviti dalje pravljenje gubitaka, povećati naplatu kredita i ukinuti pozajmice lošim dužnicima. Formirati posebna odeljenja za naplatu, korišćenjem čitavog arsenala mera, koje kroz restrukturiranje dužnika povećavaju nivo naplate i smanjuju gubitke;

4) *Preraspodela gubitaka* - gubici se moraju pokriti preraspodelom njihovog tereta na vlasnike kroz umanjenje njihovog vlasničkog kapitala, na kreditore putem prolongiranja i zamene duga za vlasnički ulog, na deponente zamenom depozita za neki finansijski instrument i na državu kroz osiguranje depozita i preuzimanje loših kredita izdavanjem državnih obveznica i

5) *Obnavljanje finansijske ravnoteže i profitabilnosti* - je završna faza kada se vrši dokapitalizacija, povećava naplativost plasmana, usvaja nova kultura kreditiranja, bolje praćenje kreditnih rizika i radikalna racionalizacija broja zaposlenih i organizacionih delova.

Restrukturiranje bankarskog sektora je proces a ne čin. Vremenski horizont koji je potreban da bi se ostvarile neke suštinske promena je najmanje decenija. Ključni faktor uspeha je tajming. Restrukturiranje bankarskog sektora mora da bude usaglašeno sa kompleksnim tržišnim reformama, pre svega privatizacijom. Politički konsenzus je, takođe, vrlo značajan a ponekad čak i presudni preduslov uspeha. Najčešće primenjivani **modeli restrukturiranja bankarskog sektora** su:

- *Infuzija - The Life Line*. Za ovaj model je karakteristično da vlada preko centralne banke obezbeđuje kredite, a banke samostalno rešavaju probleme. Ovaj model se primenjuje samo onda kada su gubici manji i kada je banka još uvek u zoni pozitivnog kapitala.

- *Operativni zahvat - The Operating Room*. Kod ovog modela država hiruškim zahvatom otklanja loše kredite iz bilansa, restrukturira banku u organizacionom i poslovnom smislu i potom je prodaje zainteresovanim investitorima. Ovaj model daje dobre rezultate pod pretpostavkom da postoji kompleksna tržišna infrastruktura i realni interes stranih i domaćih investitora.

- *Fuga više učesnika na istom zadatku*. Banke rezervišu loše plasmane, vlada dokapitalizuje banke, one su obavezne da osnuju svoja odeljenja za restrukturiranje plasmana - work out i da se aktivno bave svojim dužnicima, kroz otpis, konverzijom duga u ulog, itd.

- *Peglanje - The Face Lifting* je pokušaj da se problemi gurnu pod tepih prividnim popravljanjem bilansa kroz revalorizaciju osnovnih sredstava ili pribavljanje državnih garancija za neke kredite.

- *Izolacioni program* je program koji se obavlja pod patronatom Svetske banke (World bank). Zahteva da banke prestanu da emituju kredite lošim dužnicima. Oni su dužni da sastave programe restrukturiranja kroz privatizaciju, uvođenje strateških investitora ili stečaj. Program zahteva rigoroznu kontrolu i gasi one banke koje nisu sposobne da opstanu. Uspeh je moguć samo ako postoji mogućnost kontrole valutne stabilnosti.

---

<sup>320</sup> Korugić-Milošević Mila, Restrukturiranje bankarskog sektora kao deo sveobuhvatnih ekonomskih reformi, Poslovna politika, Beograd, jun 1998., str.44

Tabela 29: Bilans rizika jugoslovenskih banaka

AKTIVA	PASIVA
<p>Visok kreditni rizik</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Uticaj vlade</li> <li>- Uticaj vlasnika preduzeća - dužnika</li> </ul>	<p>Zamrznuti devizni izvori</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nemogućnost servisiranja deviznog (spoljnog i unutrašnjeg) duga</li> <li>- Nema novog zaduživanja u inostranst.</li> </ul>
<p>Koncentracija velikih kredita</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Uticaj velikih vlasnika-dužnika</li> </ul>	<p>Kratkoročni izvori</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kratkoročni i nestabilni izvori</li> </ul>
<p>Slabe garancije</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nema instrumenata osiguranja</li> <li>- Naklonost suda dužnicima</li> </ul>	<p>Potkapitalizacija</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Visoka imobilizacija kapitala u osnovnim sredstvima</li> <li>- Visoke obaveze u odnosu na kapital</li> </ul>

Iz tabele se jasno vidi da su svi rizici i svi problemi vezani za devizni podbilans i nenaplativa potraživanja u dinarskom podbilansu.

Što se tiče izbora modela restrukturiranja našeg bankarskog sektora možemo istaći da ne postoje usaglašeni stavovi u naučnim i stručnim krugovima. Bez obzira koji model ćemo izabrati, on mora da bude fundiran na sledećim osnovnim principima:

- otvoriti bankarski sektor stranoj konkurenciji,
- ohrabriti i podstaći procese konsolidacije,
- pojačati superviziju i usaglasiti regulativu sa međunarodnim standardima,
- unaprediti upravljanje rizicima, posebno kreditnim,
- prvo restrukturirati dužnika, pa potom konsolidovati i sanirati banke,
- rehabilitovati štednju - regulisanjem stare devizne štednje i razvijanjem novih modaliteta štednje kroz zdravstveno i penzijsko osiguranje, kao i kroz uvođenje elemenata investiranja u hartije od vrednosti,
- model mora da uvaži realnost postojanja dva segmenta u bankarskom sektoru i to tzv. starih banaka i tzv. novih banaka, tako da mere treba da budu dimenzionirane prema realnim problemima tih segmenata,
- model treba da podstakne tržišne mehanizme i koristi tržišne kriterijume delovanja.

Tabela 30: Principi rehabilitacije banaka

1. Prestanak "novčane infuzije" i prenošenje socijalne zaštite na budžet
2. Ravnomerna raspodela tereta prestrukturiranja
3. Nepromenljivo fiskalno oprećenje
4. Poseban tretman deviznog podbilansa
5. Nesolventne banke idu od stečaj
6. Solventne banke se privatizuju putem dokapitalizacije
7. Konkurencija iz zemlje i inostranstva
8. Vremenski ograničen proces
9. Vlasničko upravljanje i rizik
10. Međunarodni standardi i prudencijalna kontrola

Osnovni principi rehabilitacije banaka kojih se treba pridržavati pri restrukturiranju naših banaka dati su u tabeli 30. Tokom 1994.i 1995. kod nas je korišćen model pod nazivom " novčana infuzija".<sup>321</sup> Naime NBJ je odobravala kredite poslovnim bankama pod jednim jedinim uslovom, a to je bilo poštovanje dogovorene, tj. niske kamatne stope pri odobravanju kredita komitentima, pri čemu su banke imale slobodu u distribuciji kredita svojim klijentima. Implementacija ovog modela dovela je do značajnog ispoljavanja finansijske nediscipline i ponovnom formiranju nenaplativih potraživanja.

Tabela 31: Osnovne karakteristike predloženih modela prestrukturiranja bankarskog sistema Jugoslavije

Model restrukturiranja	Radna grupa Savezne vlade	Price Waterhouse -CES MECON	Ekonomski Institut
Obuhvatnost banaka	Ciljna grupa	Ciljna grupe	Svi
Novi poreski teret	Da	Da	Vrlo ograničeno
Povezanost sa privatizacijom preduzeća	Da	Da	Ne
Metod	Centralizovano - decentralizovano	Centralizovano	Centralizovano
Način sređivanja bilansa banaka	Čišćenje - Preuzimanje	Upravljanje	Čišćenje
Dinamika utvrđivanja realnog bilansa kapitala	Postepeno	Na kraju	Na početku
Razdvajanje deviznog podbilansa	Da	Ne	Da
Prethodne dijagnostičke Studije dužnika	Da	Da	Ne
Rehabilitacija preduzeća pre privatizacije banaka	Da	Da	Ne
Prudencijalna kontrola	Polako uvođenje	Polako uvođenje	Brzo uvođenje
Trajanje	Dugo (10 godina)	Dugo (3-7 godina)	Kratko (3 godine)
Upotreba vaučera	Nije isključena	Ne	Da
Solventnost banaka je ključna	Ne	Ne	Da
Prinudna naplata duga	Da	Da	Nije isključena
Brzi prekid vlasničko-dužničkih veza	Da	Ne	Da
Poseban tretman "7 velikih banaka"	Da	Da	Ne

Uspešnost procesa prestrukturiranja banaka podrazumeva ravnomernu raspodelu tereta na vlasnike, deponente i državu. Kako se ovaj proces ne finansira iz budžeta, to

<sup>321</sup> O ovom modelu restrukturiranja banaka videti: McNaughton D., Perlin G., The Financial Sector, Private Sector Development Seminar, World Banka Seminar, 1994.

znači da se treba pridržavati principa nepromenljivog fiskalnog opterećenja poreskih obveznika. Posebnu pažnju moramo posvetiti deviznom podbilansu, jer banke imaju velike devizne obaveze prema inostranstvu, kao i prema domaćem stanovništvu u vidu stare devizne štednje. Kako je ovaj proces bolan, to podrazumeva da će određeni broj banaka morati da ide pod stečaj, dok će se solventne banke privatizovati putem metoda dokapitalizacije. Tržišna utakmica podrazumeva konkurenciju kako domaćih, tako i stranih banaka. Ovaj proces ne sme se odvijati u nedogled u budućnosti, već mora da ima ograničeni vremenski horizont. Upravljanje bankom obavljaće se u skladu sa vlasničkom strukturom i uz određeni rizik, uz uvažavanje međunarodnih standarda i prudencijalne kontrole, kako bi naše banke bile kompatibilne sa bankama u okruženju.

U našoj zemlji u opticaju su tri moguća modela prestrukturiranja, čije bitne osobine su prikazane u tabeli 31. Kao što se iz tabele može videti među ovim modelim postoje brojne sličnosti i razlike. Osnovna neslaganja se javljaju u pogledu sledeća tri principa: poreski tereti, vremensko trajanje procesa prestrukturiranja i pitanje prestrukturiranja preduzeća-dužnika.<sup>322</sup> Da li će se zakonodavac opredeliti za neki od ova tri modela ili će se ići na izradu novog modela ostaje da vidimo, pri čemu ne smemo da zaboravimo na činjenicu da ni jedan od predložena tri modela nije originalan, što predstavlja njihovu vrednost a ne nedostatak. To znači da su negde prethodno bili upotrebljeni i da postoji neko iskustvo o njihovim prednostima i nedostacima.

U procesu stvaranja efikasnog i sigurnog bankarstva, procesi transformacije moraju da budu usmereni u sledećim pravcima:<sup>323</sup>

- 1) popravljavanje kapitalne snage banaka;
- 2) poboljšanje efikasnosti bankarskih institucija;
- 3) najveća pažnja stalnoj likvidnosti banaka, strukturi plasmana i strukturi izvora sredstava;
- 4) mere za poboljšanje solventnosti;
- 5) čišćenje aktive i pasive od neprofitonosnih plasmana;
- 6) pojačana i potpuna kontrola Centralne banke nad sredstvima poslovnih banaka;
- 7) sređivanje ukupnog bankarskog sistema u kojem su se nagomilali i koncentrisali gubici i dubioze iz svih ostalih sektora;
- 8) povratak poverenja i nove štednje u bankarski sistem.

Pretpostavka svega toga je dubinska reforma finansijskog sistema koji će se zarotirati prema preduzećima i stvaranju vrednosti.

Konsolidacija i sanacija banka predstavljaju svetski proces. On se kontinuirano odvija kako u ravijenim tržišnim privredama, tako i u zemljama u tranziciji. U razvijenim zemljama cilj konsolidacije i sanacije banka je zaštita poverilaca, dok se u zemljama u tranziciji radi o tome da se paralelno sa prelaskom na tržišne uslove privređivanja bankarski sistem u hodu tome prilagođava, kako bi i sam prihvatio tržišne kriterijume poslovanja i postigao veći stepen efikasnosti. Problem loših zajmova je centralni problem banaka koje su dospеле u situaciju koja zahteva njihovu konsolidaciju ili sanaciju, kao uslov da bi mogle da nastave sa radom i da povrate poverenje prema komitentima i štedišama.<sup>324</sup>

Među teoretičarima i praktičarima ne postoji saglasnost o načinu razrešenja nagomilanih problema u našem bankarstvu. Da li koristiti likvidaciju, sanaciju ili restrukturiranje banaka? Veoma su retki slučajevi da se primenjuje likvidacija. Čak ako

<sup>322</sup> Labus Miroljub, Prestrukturiranje bankarskog sistema, Poslovna Politika, Beograd, Jun 1999, str. 54

<sup>323</sup> Kovač Jovo, Komazec Slobodan, Finansijska konsolidacija banaka kao uslov razvoja finansijskog tržišta, Berza br. 7-8, Želnid, Beograd, 1997., str.81-82

<sup>324</sup> Banić Miodrag, Konsolidacija i sanacija banaka sa osvrtom na svetsko iskustvo, Svet finansija br. 169, Dnevnik - Štamparija, Novi Sad, 1997., str. 35

se i koristi, obično se to radi sa manjim bankama, koje nemaju neki značajniji uticaj i čija likvidacija ne bi nanela veće štete u privredi. Naime, u tržišnoj ekonomiji u oblasti bankarstva nije dozvoljeno delovanje tržišnih zakonitosti do kraja, kao što je to dozvoljeno u ostalom delu privrede iz prostog razloga što bankrotstvo u jednoj banci prouzrokuje domino efekat na privredne subjekte u široj okolini.

**Sanacija banaka** je jeftinije rešenje od bankrotstva. Praksa u svetu poznaje više rešenja za sanaciju banaka. Kod nas su se izdvojila tri modela sanacije banaka, i to:<sup>325</sup>

- redukcionni koncept sanacije banaka;
- sanacija banaka dokapitalizacijom i
- sanacija banaka kroz formiranje državne banke.

Suština **redukcionog koncepta sanacije banaka** ogleda se u čišćenju bilansa banaka od svih dubioza, prvenstveno na račun umanjivanja sopstvenog trajnog kapitala. Naime, kod ovog modela dolazi do prebijanja sopstvenog trajnog kapitala i nenaplativih potraživanja, s jedne strane, i prenos obaveza po osnovu stare divezne štednje i nenaplativih deviznih kredita sa preduzeća na državu, s druge strane. Redukcionim modelom stvaraju se uslovi za poboljšanje likvidnosti, ali se istovremeno ne stvara bolja likvidnost banaka.

**Sanacija banaka dokapitalizacijom** se sastoji u tome da se u bilasnima banaka na strani pasive menjaju odnosi u korist trajnog ulaganja kroz transformaciju postojećih obaveza i kroz priliv dodatnog kapitala, prvenstveno iz inostranstva. Ovaj model sanacije zahteva paralelnu svojinsku i upravljačku transformaciju.

**Sanacija banaka kroz formiranje državne banke** ima za cilj: proces dovođenja banke u likvidnosnu zonu poslovanja; umanjenje kreditnih odnosa kroz povećanje poslova sa hartijama od vrednosti; eliminisanje uticaja države na poslove komercijalnog bankarstva; formiranje nove ili osposobljavanje već određene postojeće banke za obavljanje državom usmerenih poslova. Novina u ovom modelu, u odnosu na prethodna dva, sastoji se u tome što on predviđa osnivanje nove, državne banke.

Imajući u vidu izložene modele sanacije i rekostrukcije našeg bankarskog sistema možemo zaključiti da je njihova zajednička karakteristika nastojanje da se izvrši sanacija bilansnog stanja banaka, a zatim da se pristupi njihovoj privatizaciji.

Organizacioni oblici i forme banaka kao učesnika na fiansijskom tržištu različiti su od zemlje do zemlje. U nekim zemljama postoje specijalizovane banke - komercijalne, investicione, hipotekarne, itd. U drugim su to banke univerzalnog tipa, koje obavljaju sve bankarske poslove. U stručnim raspravama kod nas, preovladava mišljenje o afirmaciji koncepta univerzalne banke, s obzirom na činjenicu da ovakav tip banke dominira u skoro svim evropskim zemljama. Smatramo da našim prilikama danas odgovara koncept o postojanju banke univerzalnog tipa, ali isto tako, treba dopustiti mogućnost da postoje i specijalizovane banke. Važna je i činjenica da su akcionari u bankama, koji su istovremeno i deponenti, naklonjeni zapadnoevropskom sistemu akcionarstva. Ovaj sistem je nama bliži nego što je to slučaj sa američkim i engleskim sistemom akcionarstva. U evropskom sistemu preovladava upravljačko akcionarstvo po kome su vlasnici bančinih akcija, najčešće poslovni ljudi zainteresovani za razvoj i jačanje banke. U američkom sistemu akcionarstva preovladava anonimno berzansko akcionarstvo, gde vlasnici akcija, najčešće, nemaju nikakvog uticaja na poslovanje banke. Ono što je mnogo značajnije za projektovanje našeg fiansijskog tržišta je to da nam je potrebna potpuno nova savremena banka tržišnog tipa, čija bi osnovna delatnost bila proizvodnja i plasman bankarskog proizvoda na tržišno-preduzetničkim principima.

---

<sup>325</sup> Jovanović Miodrag, Krstić Borko, Uloga banaka u razvoju fiansijskog tržišta i proces privatizacije, Peto tradicionalno Niško savetovanje : Ubrzanje procesa privatizacije i poseban program - uloga preduzeća i banaka, Ekonomika preduzeća, SES, 1998., str.237

U poslednjoj deciniji ovog veka poslovno bankarstvo Jugoslavije prošlo je kroz teška iskušenja. U tom periodu banke su praktično prošle kroz četiri faze.

*Prva faza* obuhvata sam početak minule decenije. Nju karakteriše rast inflacije i poslovanje banaka u znaku rasta cena. U određenim transakcijama svog poslovanja banke su prividno poboljšavale svoje stanje, ne sluteći šta će im se odmah nakon toga desiti. Ponašale su se slično bolesniku s visokom temperaturom, kome veoma prija hladna voda, ali ne razmišljajući šta će se posle toga dogoditi. Banke su nastojale da se maksimalno zaduže kod NBJ ili kod drugih poverilaca. Bio je to veliki pritisak po svim osnovama. Na takav razvoj događaja NBJ je morala da reaguje prilagođavajući svoj monetarni instrumentarij. Ipak, banke su se trudile i uspevale da zauzmu što bolje pozicije u korišćenju primarne emisije za selektivne namene. To je, naravno, sa svoje strane uticalo na rast njihove depozitne funkcije. S poboljšanom likvidnošću banke su obavljale mnoge poslove, koji nisu uvek bili usaglašeni sa ukupnom monetarnom politikom. I kao što će se odmah nakon toga videti, sve je bilo kratkog daha.

*Druga faza* je faza hiperinflacije. Tek tada je bankama postalo jasno šta se desilo. Počelo je spašavanje svega što se još spasti dalo u bilansima stanja i uspeha banaka. Poslovne transakcije menjale su se iz dana u dan. Srazmerno tome povećavao se i pritisak prema NBJ i usvojenoj monetarnoj politici. Sve je išlo u pravcu maksimalnog kreiranja primarnog novca, kako bi se banke održale u životu. Ovakvi potezi su, međutim, samo pospešivali hiperinflaciona kretanja, koja su kulminirala krajem 1993. i početkom 1994.godine.<sup>326</sup> Jedini izlaz bio je u radikalnom presecanju tog hiperinflatornog lanca. U ovoj fazi sve transakcije bile su usmerene u pretvaranju celokupne likvidne aktive u imovinu ili devize, tako da je za kratko vreme ukupni bilans banaka ostao bez dinarskog podbilansa.

Tabela 32: Učešće osnovnih monetarnih agregata i bilansnih pozicija banaka u društvenom proizvodu na dan 31.12.1994. i na dan 31.12.1999.godine

	31.12.1994.	31.12.1999.	Promena ( u % )
Društveni proizvod u tekućim cenama	100	100	/
M1 - Novčana masa	11.73	11.47	-2.22
M2 - Likvidna sredstva	14.83	13.94	-6.00
Primarni novac	6.41	6.67	4.06
Dinarska aktiva banaka	35.42	37.08	4.69
Dinarska pasiva banaka	37.62	41.11	9.28
Prihodi banaka bez kursnih razlika i revalorizacije	9.38	9.06	-3.41
Rashodi banaka bez kursnih razlika i revalorizacije	8.11	9.66	19.11
Dinarski plasmani NBJ	5.64	5.87	4.08
Plasmani banaka	24.74	21.97.	-11.20

<sup>326</sup> Hiperinflacija u Jugoslaviji trajala je 25 meseci, njena ukupna stopa iznosila je 2,35 (10)<sup>21</sup>, tako da je prosečna mesečna stopa inflacije iznosila 615,9%.



*Treća faza* vezuje se za 24. januar 1994.godine kada je otpočela realizacija Programa monetarne rekonstrukcije i ekonomskog oporavka zemlje. Ovim programom najpre je trebalo vratiti banke svojim osnovnim funkcijama - depozitnoj i kreditnoj. Zbog toga je izvršena remonetizacija novčane mase. Prema tadašnjem kursu ona je 24. januara bila oko 60 miliona DEM. Proces remonetizacije novčane mase pokrenut je putem kreiranja primarnog novca, ali s punim deviznim pokrićem. Međutim, već sa prvim znacima oporavka privrede moralo je doći i do izvesne monetarne relaksacije. Kretanja u realnom sektoru zahtevala su dalju fiansijsku podršku od banaka, čiji se pritisak, lančanom reakcijom, prenosio na njihovu kreditnu funkciju. Generalno posmatrano efekti ukupnog instrumentarija monetarne politike, koja je vođena tokom 1994.godine, uticali su na oporavak bankarskog sistema. Kada se posmatraju osnovni monetarni agregati, bilansne pozicije banaka i ukupni prihodi i rashodi banaka prema društvenom proizvodu, može se oceniti da je bankarski sistem bio sasvim zadovoljavajuće oporavljen i da mu je vraćena depozitna i kreditna funkcija. Kao što se iz tabele 32 vidi učešće novčane mase u društvenom proizvodu bilo je prilično nezadovoljavajuće, tako da je trebalo nastaviti sa započetim procesom remonetizacije. Te godine završen je proces oporavka bankarskog sistema.

Prema tome, bili su stvoreni uslovi da banke krenu u *četvrtu fazu* - prestrukturiranje. NBJ je pokušavala u tom periodu da određenim stepenom restriktivnosti podstakne banke da krenu u procese prestrukturiranja, ali zbog nejedinstvenog stava o potrebi takvih koraka, većina je odustala od toga. Određeni broj banaka, pojedinačno, je kretao od internih mera racionalizacije, konsolidacije i sanacije. Svim tim pokušajima samo je jedno zajendičko - očekivanje da će NBJ neakvim svojim sredstvima poboljšati kvalitet bankarskog sistema. Pošto nije došlo do osetnijih procesa u prestrukturiranju u bankarskom sistemu, razumljivo je što se ni kvalitet bilansa banaka nije popravio.

Tabela 33: Pokazatelji odnosa osnovnih bilansnih pozicija banaka

	31.12.1994. ( u % )	31.12.1999. ( u % )	Porast ( u % )
Učešće dinarske aktive u ukupnoj aktivi	27.33	27.48	0.55
Učešće dinarskih plasmana u din. aktivi	69.85	59.25	-15.18
Učešće dinarskih plasmana u ukupnoj aktivi	19.09	16.28	-14.72
Učešće dinarske pasive u ukupnoj pasivi	29.03	30.46	4.93
Učešće kapitala u dinarskoj pasivi	7.99	50.11	527.16
Učešće kapitala u ukupnoj pasivi	7.99	15.26	90.99
Učešće dinarskih depozita u dinarskoj pasivi	23.19	26.04	12.29
Učešće dinarskih depozita u ukupnoj pasivi	6.53	7.47	14.00
Odnos dinarske aktive i dinarske pasive	94.14	90.20	-4.19

Osnovne pozicije bilansa banaka s kraja 1994.godine nisu bitno promenjene u odnosu na 1999.godinu. Promene u okviru bilansa uspeha još su nepovoljnije.

Iz tabele 34 uočljivo je da je učešće tekućih prihoda i rashoda banaka, bez kursnih razlika i revalorizacije, u odnosu na ukupnu dinarsku aktivu i plasmane, sve lošije. Prihodi opadaju, a učešće rashoda beleži porast. Generalno posmatrano kvalitet poslovanja našeg bankarskog sistema je vrlo slab. Stoga je zaključak nedvosmislen. Proces prestrukturiranja bankarskog sistema je u zastoju i naše banke su daleko od atributa kao što su likvidnost, solventnost i profitabilnost.

Tabela 34: Osnovni pokazatelji promena u bilansima uspeha banaka

	31.12.1994.	31.12.1999.	Promene u %
Učešće tekućeg prihoda bez kursnih razlika i revalorizacije			
- u ukupnoj dinarskoj aktivi	26.49 %	24.44%	-7.74
- u ukupnoj aktivi	7.24%	6.72%	-7.18
- u ukupnim dinarskim plasmanima NBJ	166.21%	154.50%	-7.05
Učešće rashoda bez kursnih razlika i revalorizacije			
- u ukupnoj aktivi	6.26%	7.16%	14.38
- u ukupnoj dinarskoj aktivi	22.89%	26.07%	13.89
- u ukupnim dinarskim plasmanima NBJ	143.61%	164.81%	14.76

Jugoslovensko bankarstvo sa svim svojim osobinama i karakteristikama pripada tradicionalnom bankarstvu, pri čemu su u njemu dominantno prisutne negativne karakteristike: kvalitativno posmatrano naše finansijske institucije su malobrojne i nesrazmerne prema broju stanovnika, društvenom proizvodu, nacionalnom dohotku, obimu novčane mase u opticaju, itd., prisustvo izuzetno loše finansijske infrastrukture, monopolistički položaj banaka, konzervativnost, itd. Ovakvo stanje našeg bankarskog sistema nije nimalo slučajno, jer naše banke posluju u uslovima dubokih strukturnih poremećaja, kako u svom okruženju, tako i u samom privrednom sistemu. Osnovne karakteristike okruženja su: dugotrajna ekonomska blokada, ratna razaranja, gubitak tradicionalnih tržišta, nemogućnosti uvođenja savremenih tehnoloških inovacija i tehničkih dostignuća, nizak nivo korišćenja instaliranih kapaciteta, itd. Bankarski sistem kao integralni deo privrednog sistema, takođe, beleži negativne performanse: odsustvo domaće novčane štednje, bilansna neravnoteža, minimalni kreditni potencijal, nelikvidnost, veliki iznos nenaplativih potraživanja, slaba pravna zaštita poverilaca, itd. U tom smislu kao nužnost se nameće transformacija naših banaka iz konzervativne u savremenu tržišnu banku.

Savremena banka nije banka dužnika, odnosno korisnika, već isključivo banka vlasnika novca i kapitala. Za neku banku kažemo da je savremena ukoliko svoj bankarski proizvod, kao rezultat njene osnovne delatnosti, plasira na finansijskom tržištu, preko koga ostvaruje dobit. Ugled, renome i bonitet ove banke zavise isključivo od njenih aktuelnih vlasnika, bez obzira da li su to njeni "izvori" ili novi osnivači. Savremena banka pripada vlasnicima, ne osnivačima, što praktično znači da je tip ove banke definisan i određen statusom njenog vlasnika. Osnovna delatnost savremene banke nije samo obavljanje aktivnih, pasivnih i neutralnih bankarskih poslova, već je to proizvodnja bankarskog proizvoda u obliku paket aranžmana, koji ima svoju racionalno-optimalnu prohodnost na finansijskom tržištu. U tom smislu osnovne vrste bankarskih poslova su:

- primanje, radi privremenog korišćenja, svih oblika tuđih novčanih sredstava i kapitala - depozitni posao;
- plasiranje novčanih sredstava i kapitala - kreditni posao;
- eskont menica i čekova - eskontni posao;
- lombard hartija od vrednosti - lombardni posao;

- sopstvena novčana i kapitalna ulaganja - posao sopstvenog učešća;
- kupoprodaja novca, kapitala i stranih sredstava plaćanja - posao na finansijskom tržištu;
- emisija i plasman sopstvenih i tuđih hartija od vrednosti - emisioni posao;
- izdavanje garancija, avala i indosamenata - garantni posao;
- čuvanje i upravljanje tuđim vrednostima i hartijama od vrednosti - depo posao;
- obavljanje bezgotovinskog platnog prometa - žiro posao, itd.

Međutim, ovakvo opredeljenje ne smanjuje potrebe da se razviju i druge finansijske institucije, kao što su: poštanska štedionica, štedionice, štedno-kreditne organizacije, kao i razne nebankarske i finansijske institucije. Poznato je da u strukturi pasive banke preovladavaju kratkoročni depoziti, što ograničava mogućnosti banaka da investiraju veći iznos sredstava u finansijske instrumente, jer ova vrsta ulaganja ima tretman rizičnih plasmana, tako da se banke mogu angažovati u ovim poslovima do određenog procenta svog kapitala. Sve to otežava mogućnost banke za veće usmeravanje štednje u dugoročne plasmane. Za razliku od njih, većina nebankarskih finansijskih institucija ima predvidive i stalne tokove srednjoročne štednje, čije se povlačenje može lako matematički i statistički predvideti. Očigledno je da ove institucije mogu računati na dugoročna sredstva, pa su u stanju da investiraju u dugoročne plasmane, bez opasnosti da zapadnu u probleme nelikvidnosti.

Nespремnost naših banaka da prihvate organizaciju sekundarne trgovine, kako sa dugoročnim, tako i sa kratkoročnim hartijama od vrednosti čini jugoslovensko finansijsko tržište polutržištem. Naime, banke i druga pravna lica kupljene hartije na emisionom tržištu drže u svojim portfeljima do naplate, a za potrebe vlastite likvidnosti vrše primarnu emisiju sopstvenih hartija, umesto da ponude na sekundarno tržište hartije koje već poseduju. Ovakvo nerazumno ponašanje banaka naročito dolazi do izražaja u odnosima sa stanovništvom. Prema pozitivnim propisima jedino banke imaju ovlašćenje da od stanovništva mogu primati depozite u cilju kupovine hartija od vrednosti za njihov račun, tj. da im iz svog portfelja mogu prodavati hartije drugih pravnih lica i na taj način vrše povraćaj novca u regularne novčane kanale. Kada bi banke garantovale građanima da će kupljene hartije na njihovim šalterima moći da naplate preko tih istih šaltera, tada bi se mogao očekivati i povratak izgubljenog poverenja u banke. Prema tome, nema razvijenog i efikasnog finansijskog tržišta bez savremene banke kao jednog od njegovih najznačajnijih učesnika. Realizacija ovih ciljeva trasira težak i mukotrpan, ali neizbežan put sanacije i restrukturiranja našeg bankarskog sistema.

#### **4.2.1.4. Institucionalni investitori - mogućnosti i ograničenja**

Poslednjih nekoliko decenija finansijski sistemi razvijenih tržišnih privreda doživljavaju snažnu ekspanziju, uočljivu kroz razvoj novih i modifikaciju postojećih institucionalnih formi finansijskog posredovanja, te pojavu novih tipova finansijskih instrumenata, tj. kroz produbljivanje tržišta kapitala. Očigledna su međusobno prožimajuća dejstva ovakvih procesa. Promene u domenu finansijskog posredovanja, koje se pre svega duguju rastu investicionih i privatnih penzijskih fondova, doprinose efikasnijoj mobilizaciji i alokaciji finansijskih sredstava od strane preduzeća, ali i investicionih izbora za profitabilan plasman raspoložive štednje stanovništva.

Jugoslavija je suočena s nužnošću korenite reforme *penzionog sistema*. Aktuelni model tekuće isplate penzija, koji podrazumeva da se penzije finansiraju iz tekućeg dohotka zaposlenih, postaje neodrživ zbog sve naglašenije tendencije starenja stanovništva i posledičnog povećanja broja penzionera u odnosu na broj stanovnika. Rezultat je da fond sve teže ispunjava obaveze prema penzionerima, sa izvesnošću da će se problem još više

zaoštriti. Rešenje treba tražiti u preobražaju penzionog sistema koji bi išao u pravcu kombinovanja postojećeg sistema tekuće isplate sa sistemom pune kapitalizacije, za koga je karakteristično da zaposleni tokom radnog veka uplaćuju u fond sredstva koja im se kasnije isplaćuju kao penzije. U zemljama koje su već sprovele ovakvu reformu, pokazalo se da je racionalno rešenje da se jedan deo penzije, koji odgovara socijalnom minimumu, finansira iz tekućeg dohotka, a drugi varijabilni deo putem kapitalizacije. Kao koristan putokaz reforme našeg sistem penzionog osiguranja mogu da posluže iskustva zemalja koje već imaju kapitalizovane penzione fondove. Uzimajući ova iskustva u vidu, lakše je proceniti mogućnosti koje za plasman ovih sredstava nudi jugoslovensko tržište kapitala.

Uvođenje kapitalizovanog penzionog sistema dovodi do velikog povećanja dugoročno raspoloživog kapitala koji predstavlja izuzetan potencijal za razvoj tržišta kapitala. Veličina ovako akumuliranog kapitala zavisi od više faktora: od odnosa broja penzionera prema broju zaposlenih, od obuhvatnosti sistema, tj. broja onih koji uplaćuju sredstva u fond, od stope doprinosa i od stope prinosa, koju fond ostvari ulaganjem sredstava na tržištu kapitala. Iskustva zemalja u razvoju koje su imale reformu penzionog sistema i uvele kapitalizovan fond pokazuju da pouzdan i dobro vođen fond može veoma brzo da akumulira sredstva.

Iz tabele 35. vidi se da je u Singapuru penzioni fond povećao učešće u GDP sa 28% u 1980.godini na 76% u 1990.godini, u Maleziji sa 18% u 1980. godini na 41% u 1990.godini. U Čileu je rast penzionog fonda bio još impresivniji - sa 1% u 1980.godini na 26% u 1990.godini. Iz tabele se, takođe, može videti da je i u razvijenim zemljama, koje su uvele kapitalizovani penzioni sistem, došlo do značajnog povećanja učešća penzionog fonda u GDP. Iako je ovako akumulirani kapital manji po svom obimu od bankarskog, njegov stvarni značaj je neretko veći zbog njegove ročne strukture.

Tabela 35: Učešće penzionog fonda u bruto društvenom proizvodu (%)

Zemlja	1970.	1980.	1990.
Švajcarska	51	70	110
Holandija	45	63	107
Velika Britanija	43	46	97
SAD	43	49	75
Singapur	/	28	76
Malezija	/	18	41
Čile	/	1	26
Južna Afrika	0	/	84

Struktura ulaganja penzionih fondova zavisi presudno od dva faktora: od zakonskih ograničenja u pogledu ulaganja i sklonosti riziku. Penzioni fondovi u SAD vode manje rizičnu politiku investiranja i zbog toga više ulažu u dugovne instrumente nego u akcije. S druge strane, penzioni fondovi u Velikoj Britaniji investirali su skoro tri puta više u vlasničke nego u dugovne instrumente, zbog toga što je visoka inflacija tokom 60-ih i 70-ih godina značajno smanjila realne prinose na obveznice. Zapadnoevropske zemlje vode konzervativnu, niskorizičnu politiku investiranja, čiji je rezultat dominacija dugovnih instrumenata u portfolijima penzionih fondova. U većini zemlja u razvoju u kojima postoje kapitalizovani penzioni sistemi, uvedena su stroga zakonska ograničenja u pogledu toga koliki procenat kapitala fond može da investira u pojedine vrste finansijskih instrumenata. Cilj restriktivne regulative je da se rizičnost fondova drži pod kontrolom, tako što će se

ograničiti procenat kapitala koji može da se investira u rizičnije oblike aktive. Međutim, sa razvojem i jačanjem penzionih fondova regulativa postaje sve manje restriktivna, dozvoljavajući fondovima da u svoj portfolio postepeno uključuju rizičnije i isplativije instrumente. Za opstanak fonda od ključnog značaja je da na samom početku njegove investicije budu zakonom ograničene, tako da nose najmanji rizik. Paralelno sa njihovim razvojem i jačanjem poverenja u njih ograničenja se prilagođavaju i liberalizuju.

Reforma jugoslovenskog penzionog sistema tesno je povezana s razvojem tržišta kapitala. Kapitalizovani fond ne može opstati ako na tržištu kapitala ne bude imao mogućnosti da plasira akumulirana sredstva. Samim tim, sve slabosti vezane za tržište (finansijska nedisciplina, nelikvidnost, visoki kreditni, kamatni i inflatorni rizici) deluju kao prepreka reformi penzionog sistema. Ovde se misli, pre svega, na tržište obveznica. Naime, racionalno bi bilo da se, u početku, regulativom usmere plasmani penzionih fondova ka dugovnim instrumentima, i to pre svega, onim koje bi emitovala država kao najpouzdaniji i po ekonomskoj snazi i emisionom potencijalu najjači emitent. Sticanje poverenja u fondove i njihova visoka sigurnost imaju presudan značaj u početnoj fazi, dok je stopa prinosa u drugom planu.

Tabela 36: Investiciona struktura penzionih fondova tokom 1990.godine (%)

Z e m l j a	Vlasnički instr.	Dugovni instrum.
Švajcarska	33.00	67.00
Holandija	31.00	69.00
Velika Britanija	72.00	28.00
SAD	46.00	54.00
Singapur	2.00	98.00
Malezija	2.00	98.00
Čile	20.00	80.00
Južna Afrika	60.00	40.00

Uspostavljanjem poverenja vlasničke hartije postaju aktuelne, što zahteva odgovarajuće prilagođavanje, tj. liberalizaciju regulative vezanu za investicionu aktivnost penzionih fondova. Liberalizacija podrazumeva da se fondovima dozvoli da kupuju akcije preduzeća. Tu se stvara prostor da penzioni fondovi potpomognu i ubrzaju privatizaciju velikih infrastrukturnih preduzeća (telekomunikacije, energetika, saobraćaj), koja je u Jugoslaviji vrlo aktuelna. Infrastrukturna preduzeća su po svojoj prirodi niskorizična i visokoprofitabilna, a prinos na njihove akcije raste umereno, ali stabilno u dužem vremenskom periodu. Međutim, stvaranju kapitalizovanog penzionog fonda ne treba se pristupati sve dok se nema jasan koncept gde će fond ulagati sredstva i dok se ne otklone ključne prepreke za ulaganje na jugoslovenskom tržištu kapitala: finansijska nedisciplina, visoki kreditni, kamatni i inflatorni rizici. Kada se stvore nužni preduslovi za niskorizična ulaganja na domaćem tržištu i donese odgovarajuća regulativa u pogledu investicione aktivnosti fondova, tek tada se može formirati kapitalizovani penzioni fond. Ovaj fond bi mogao zahvaljujući ogromnom investicionom potencijalu da oživi trgovanje na domaćem tržištu kapitala i da znatno ubrza njegov razvoj.

Pored penzionih fondova, kao vrlo značajan učesnik na razvijenim finansijskim tržištima javljaju se **osiguravajuća društva**. Osiguranje je ustanova koja nadoknađuje štete nastale u privredi ili kod ljudi usled dejstva rušilačkih prirodnih sila ili nesrećnih

slučajeva.<sup>327</sup> Ono, zapravo, pruža ekonomsku zaštitu osiguranicima od štetnih dejstava i ekonomskih poremećaja do kojih dolazi kada nastane osigurani slučaj, odnosno kada se ostvari rizik. Osiguranje, u stvari, predstavlja udruživanje svih onih koji su izloženi istoj opasnosti s ciljem da zajednički podnesu štetu koja će zadesiti samo neke od njih. Osnova osiguranja leži u načelu uzajamnosti i solidarnosti. Putem osiguranja izjednačavaju se rizici na prihvatljivom, lako podnošljivom nivou, tj. dolazi do njihovog atomiziranja. Osiguranje ima tri sastavna dela: ekonomski, tehnički, tj. statističko-matematički i pravni deo. Ekonomski vid se iskazuje ciljem koji se postiže u osiguranju (zaštita osiguranika, finansijska funkcija, socijalna, itd.). Tehnički je onaj deo koji uređuje funkcionisanje osiguranja kao specifičnog mehanizma za izjednačavanje rizika, dok pravni deo predstavlja uređivanje brojnih pravnih odnosa koji nastaju u osiguranju. Pored zaštite imovine i lica, kao primarne funkcije, veoma značajna je i njegova finansijska, odnosno akumulaciona funkcija. Ona proističe iz pravila da se premije u delatnosti osiguranja plaćaju unapred i da se nadoknada šteta vrši sukcesivno kada nastaju. U međuvremenu prikupljena sredstva plasiraju se u proces reprodukcije preko finansijskog tržišta. Zahvaljujući ovoj funkciji osiguranje omogućava koncentraciju novčanih sredstava prikupljenih u vidu premija i stvaranje krupnog kapitala.

Premija je cena rizika za koju društva za osiguranje pružaju osiguravajuću zaštitu i ona se sastoji od funkcionalne premije i režijskog dodatka. Inače, strukturu cene koštanja premije predstavljaju verovatni elementi, tako da je ona proizvod dveju verovatnoća: verovatnoće nastanka štetnog događaja i verovatnoće intenziteta štete prilikom nastanka štetnog događaja. U tom smislu premija se može izračunati na sledeći način:

$$P = C_k + C_u + R$$

gde je:

- P - premija,
- $C_k$  - cena koštanja,
- $C_u$  - cena usluga i
- R - rezerve sigurnosti.

Premija kao cena osiguranja ne može biti predmet pogodbe između kupca i prodavca, prilikom zaključivanja ugovora o kupoprodajnim osiguravajućim uslugama, iz prostog razloga što je ona utvrđena tarifom premija, koja se dobija na osnovu višegodišnjih ostvarenih rezultata uz upotrebu aktuarske matematike i statističkih podataka o rizicima.

U dosadašnjem razvoju osiguranja i osiguravajućih društava u našoj zemlji posebno ističemo 1990.godinu, kada je ova delatnost otpočela da posluje u skladu s načelima tržišne privrede, osnivanjem deoničkih društava za osiguranje i reosiguranje. Za ovaj početni period u razvoju osiguravajućih organizacija sa tržišnom orijentacijom karakteristično je da su osiguravajuće kuće slobodna raspoloživa sredstva u najvećem obimu ulagale u kratkoročne i dugoročne plasmane, a zatim u bankarske depozite. Ulaganja u hartije od vrednosti nisu bila izražena. Uvođenje sankcija 1992.godine i mera ekonomske blokade međunarodne zajednice ostavile su teške posledice u oblasti osiguranja, a posebno u reosiguranju, koje je po svojoj prirodi upućeno na poslovanje sa inostranstvom. Problemi su samo delimično ublaženi suspenzijom sankcija krajem 1995.godine. Tekuću situaciju obeležavaju i dalje izuzetno nepovoljni, depresivni ekonomski tokovi, što ima svog odraza i na osiguranje. Međutim, sankcije su ponovo obnovljene, preživeli smo i ratna razaranja tokom 1999.godine, tako da je situacija u svim oblastima života i rada bila izrazito nepovoljna. Perspektive su nam bile nikakve, ali posle

---

<sup>327</sup> Marović Boris, Žarković Nebojša, Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori na finansijskom tržištu - naše mogućnosti i ograničenja, Zbornik radova sa IV Miločerskog savetovanja: Finansijska tržišta - sistem regulisanja odnosa, SES, Beograd, 1996., str.177

kiše uvek se pojavi sunce. Zahvaljujući promenama koje su nas zadesile na septembarskim izborima usledilo je ukidanje sankcija i postepeno vraćanje naše zemlje u sve međunarodne organizacije, tako da u doglednoj budućnosti možemo očekivati pozitivna kretanja u svim porama "jugoslovenskog organizma", a samim tim i u oblasti osiguranja.

U cilju obezbeđenja osiguranika i zbog izuzetno velikog finansijskog potencijala osiguravajuće delatnosti, mnoge zemlje zakonskim i drugim propisima regulišu: problematiku strukture plasmana sredstava osiguranja po oblicima plasmana, zabrane i ograničenja za neke vrste plasmana u inostranstvu, neophodnost dobijanja dozvole za neke oblike plasmana u inostranstvu, itd.). Npr. u SAD države članice regulišući poslovanje osiguravajućih organizacija za osiguranje života najčešće ograničavaju postotak sredstava usmeren u obične akcije na 10-20% aktive ili na 100% viška, tj. razlike između aktive i pasive. Istovremeno dolazi do ograničavanja ulaganja u obveznice i preferencijalne akcije. Obično je dozvoljeno investiranje 5% aktive u bilo koji tip hartija dozvoljenih zakonom. Ostale osiguravajuće organizacije imaju više manevarskog prostora za donošenje investicionih odluka, jer se njima određuje minimum investiranja u obveznice i hipotekarne kredite, dok ostala sredstva mogu investirati po svom izboru. Kod nas ovakvih odredbi o plasmanu sredstava osiguravajućih društava nema, već se u Zakonu o osiguranju imovine i lica iz 1996.godine ističe da su organizacije za osiguranje dužne da u poslovanju obezbede sigurnost ulaganja sredstava, kako ne bi bila ugrožena njihova vrednost i likvidnost društva.

Da bismo islustrovali finansijsku snagu osiguravajućih organizacija u svetu, iznećemo podatke o nivou premije osiguranja, koja je u svetu u 1994.godini iznosila 1.968 milijardi \$. Posmatrano po pojedinim zemljama, najviši obim premije u 1994.godini ostvarilo je osiguranje u Japanu (606 milijardi \$ ili 30,8% svetske premije), SAD (594 milijardi \$ ili 30,2%), Nemačka (128 milijardi \$ ili 6,5%), Velika Britanija (117 milijardi \$ ili 5,9%), Francuska (110 milijardi \$ ili 5,6%), itd. Finansijska snaga osiguravajućih organizacija naše zemlje je beznačajna u globalnim razmerama, jer raspolaže premijom reda veličine stotine miliona dolara. Zanimljivo je osvrnuti se na još neke globalne pokazatelje. Gustina osiguranja ili premija po stanovniku najviša je u Japanu i ona iznosi 4.850 \$, u Švajcarskoj 3.587 \$, u SAD 2.280 \$, u Velikoj Britaniji 2.002 \$, u Holandiji 1.913 \$, itd. Podaci o prodoru osiguranja ili učešću premije u društvenom proizvodu ponovo stavljaju visokorazvijeni Japan na prvo mesto sa 12, 83%, iza koga dolazi Južna Afrika sa 12,77%, sledi Južna Koreja sa 11,82%, Velika Britanija sa 11,43% i Zimbabve sa 11,27%.

Po pitanju sastava plasiranog kapitala, možemo zaključiti da hartije od vrednosti s fiksnim prinosom i zajmovi, osim hipotekarnih, imaju daleko najvažnije mesto u investicionom portfelju svetskih osiguravača, budući da u posmatranom periodu učestvuju sa 55-60%. Po značaju za plasmane osiguravajućih organizacija na svetskom tržištu dalje slede akcije i fondovi sa oko 15-20%. Treći su hipotekarni zajmovi sa 10-15%. Na ova tri navedena oblika otpada oko 90% plasmana kapitala delatnosti osiguranja u svetu. Od preostalog dela jedino pominjemo plasmane u nekretnine s učešćem od 7-8%. Ukoliko se nivo analize spusti na pojedine zemlje, logično je da postoje manja ili veća odstupanja od vrednosti sa globalnog nivoa. Npr. Velika Britanija se ističe kao zemlja u kojoj se najmanje ulaže u hartije od vrednosti s fiksnim prinosom, SAD su van generalnog toka rasta učešća akcija, dok je plasman u nekretnine privlačan, posebno, u zemljama sa izraženom inflacijom, itd.

Kako osiguranje dominantno zavisi od stanja u privredi i od njenog razvoja, jasno je da iskustva daleko razvijenijih zemalja za našu zemlju u sadašnjoj situaciji mogu biti samo putokaz. Polazeći od izuzetno nepovoljnih ekonomskih okolnosti u SR Jugoslaviji, nerazvijenosti finansijskog tržišta, nivoa finansijskih rezultata osiguravajućih društava,

nedovoljne obučenosti kadrova za plasmane sredstava, očito je da su mogućnosti delatnosti osiguranja kao aktivnog učesnika na finansijskom tržištu trenutno veoma ograničene.

Ne manjeg značaja su **vaučerski investicioni fondovi**, institucionalizovani radi podrške procesima privatizacije i tranzicije u privredama bivših socijalističkih zemalja. Osnivaju se pod okriljem vlade (top down) ili kao privatni investicioni fondovi (bottom-up), kod kojih se uloga države svodi na kreiranje pravne infrastrukture neophodne za njihovo nesmetano funkcionisanje. U oba slučaja cilj je da se na bazi prikupljenih vaučerskih kupona građana ostvare plasmani u akcije preduzeća, koja se privatizuju i time obezbedi ne samo sluštinska promena vlasničke strukture, već i kvalitativan napredak u korporativnom upravljanju. Različita iskustva sa delovanjem fondova, od uspešnog prodora u Češkoj do brojnih bankrotstava u Rusiji, ne dovode u pitanje opravdanost njihovog uvođenja, ali pružaju izvesne pouke.

**Investicioni fondovi** su nebankarske, nedepozitne finansijske institucije koje, vođene profesionalnim portfolio menadžmentom, kroz emisiju akcija, obezbeđuju najefikasniju mobilizaciju usitnjene disperzirane štednje i njenu odgovarajuću alokaciju u profitabilne plasmane na tržištu kapitala. Kupovinom akcija investicionog fonda investitor postaje vlasnik idealnog dela tržišne vrednosti portfelja fonda i stiče pravo na prinos u vidu dividende i kamate srazmerno svom učešću u kapitalu fonda. Iako je diverzifikacija plasmana privilegija samo imućnijih individualnih investitora, uspostavljanjem investicionih fondova ona postaje realna i za nosioce sitnih ušteda. Poverenje investitora investicioni fondovi dodatno obezbeđuju i kvalitetom portfolio menadžera, snabdevenih znanjem i iskustvom, te aktuelnim informacijama o kretanju kamatnih i dividendnih stopa i o performansama korporacija. Konačno, atraktivnost akcija investicionih fondova proizilazi iz njihove lakše utrživosti u odnosu na akcije korporacija.

Shodno pravcima investicionih plasmana, investicioni fondovi se svrstavaju na sledeći način: fondovi koji investiraju u akcije (common stock funds), fondovi koji investiraju u obveznice (bond funds), opšti, tj. mešoviti fondovi (mutual funds), fondovi novčanog tržišta (money market mutual funds) i međunarodni fondovi (international funds). Najrasprostranjeniji su investicioni fondovi koji investiraju u akcije.

Osnivači ili organizacioni nosioci investicionih fondova najčešće su komercijalne banke, osiguravajuće kompanije i druge finansijske institucije, koje zbog svoje isturene pozicije na tržištu kapitala imaju najbolji pregled i najpouzdanije procene. Istorijski posmatrano, prvi pojavni oblici investicionih fondova sreću se sredinom prošlog veka u Belgiji i Engleskoj, ali svoj današnji oblik stiču dvadesetih godina ovog veka u Americi. U to vreme dominantnu poziciju imali su zatvoreni investicioni fondovi, da bi od četrdesetih godina jačali otvoreni fondovi, povećavajući svoje preimućstvo do današnjih dana. Sredinom 1993.godine vrednost aktive fondova otvorenog tipa u SAD je bila oko 1.800 milijardi \$, dok je aktiva fondova zatvorenog tipa iznosila oko 90 milijardi \$.

Upućene zakonskom regulativom na uske segmente finansijskog tržišta, različite specijalizovane finansijske institucije bile su prinuđene da se prilagođavaju okolnostima koje sobom donose nove forme finansijskog posredovanja. Čini se da je to najpre pošlo za rukom osiguravajućim kompanijama, koje su na pad tražnje za svojim tradicionalnim uslugama reagovala upravljanjem aktivom penzijskih fondova. Na području investicionog bankarstva manje brokersko-dilerske kompanije bile su izložene bankrotstu i preuzimanju, dok su velike brokersko-dilerske kuće i investicione banke uspele da se adaptiraju, šireći spektar usluga, naročito u pravcu investicionih i privatnih penzijskih fondova. Izvesno je da su rastom investicionih fondova najviše pogođene depozitno-kreditne institucije koje u velikoj meri bivaju istisnute sa svojih tradicionalnih tržišta. U izboru između depozitne ili ugovorne štednje i direktnih, odnosno posrednih plasmana u hartije od vrednosti, sektor stanovništva sve više prednost daje posrednicima, između ostalog i zbog nižih transakcionih i provizionih rashoda u odnosu na samostalno upravljanje portfeljom.



Navedenim razlozima za interes investitora valja dodati i novije aranžmane u obliku "kišobrana fondova". Radi se o asocijacijama više fondova sa različitim investicionim ciljevima, tako da je investitor uvek u prilici da u svakom trenutku akcije jednog fonda zameni za akcije drugog fonda, a da pri tome ne bude opterećen provizijom koju plaća samo kod prve kupovine akcija nekog od fondova u asocijaciji. Izrazita socijalna dimenzija delovanja ovih fondova povezana je sa njihovim uticajem na promenu strukture vlasništva. Širi slojevi stanovništva postaju indirektno suvlasnici brojnih preduzeća, te se govori o svojevrsnoj demokratizaciji formiranja vlasničkih odnosa i prava.

Kada je reč o zemljama u tranziciji a u zavisnosti od vrste sponzora, pojedine zemlje su se odlučile za jedan od sledeća dva tipa *vaučerskih investicionih fondova*: fondovi koje su osnovale privatne kompanije (Češka, Slovačka, Rusija, Litvanije) i fondovi koje kreira vlada (Rumunija i Poljska). Kao sponzori privatnih investicionih fondova najčešće se javljaju banke, osiguravajuće organizacije ili neki drugi privatni investitori. U slučaju državnih fondova vlada određuje portfelje svakog fonda, imenuje upravne odbore i menadžerske timove, koji se mogu ojačati ekspertima inostranih konsultantskih firmi. U skladu sa pozitivnim pravnim propisima, građani stiču vaučerske kupone, koje razmenjuju za akcije investicionih fondova, postajući tako njihovi vlasnici. Fondovi kupone upotrebljavaju za pribavljanje akcija preduzeća obuhvaćenih procesom privatizacije. Tehnički, prodaje mogu biti organizovane u vidu centralizovanih aukcija na kojima se nude akcije različitih preduzeća (Češka i Slovačka) ili decentralizovanih, na kojima se prodaje jedno po jedno preduzeće (Rusija, Litvanija, Mongolija). Činjenica da vaučerska privatizacija proizvodi široku disperziju vlasništva implicira nemerljivu ulogu investicionih fondova. Naime, raspoložuci vaučerskim kuponima građani stiču pravo na idealni deo državnog kapitala preduzeća koja se privatizuju, bez mogućnosti da eventualnom koncentracijom vlasništva utiču na upravljanje. To se ostvaruje upravo aktivnošću investicionih fondova, čija atraktivnost izvire i iz drugih privilegija koje njihove akcije nose. Reč je o prednostima diversifikacije portfelja, portfolio menadžmenta i korporativnog upravljanja.

Oporavak jugoslovenske privrede i povratak na put ubrzanog, održivog razvoja neizostavno nalaže reformu finansijskog sistema zemlje, tj. izgradnju stabilnog i modernog finansijskog tržišta kompatibilnog tržištima razvijenih zemalja. Nizak kapacitet jugoslovenskih banaka korespondira sa situacijom u celom finansijskom sektoru. Osnovni uzrok ovakvog stanja je vrlo ruinirano poverenje stanovništva u banke, zbog godinama aktuelnog problema stare devizne štednje. Ovakav pad kapaciteta mogao bi se nadomestiti uspostavljanjem investicionih fondova kao novih formi finansijskog posredovanja i prvorazrednih tržišnih ustanova nekompromitovanih ranijom poslovnom praksom. Otuda je perspektivna mogućnost da se banke pojave u ulozi osnivača investicionih fondova. Naime, banke su jedine finansijske institucije sa neophodnim kadrovskim, operationim i tehničkim potencijalom i iskustvom u poslovima sa privredom, tako da su im i problemi poslovanja preduzeća, nužnog prestrukturiranja i nadasve racionalnog upravljanja najbliži. U prilog ovome idu i važeća zakonska rešenja koja dopuštaju bankama da maksimalno 15% kapitala investiraju u akcije preduzeća, odnosno da visina njihovih trajnih ulaganja u banke ne može preći 51%. Bojazan da bi zbog odsustva poverenja u banke čitav proces kreiranja i funkcionisanja investicionih fondova mogao biti doveden u pitanje, bitno je ublažena namerom da fondovi budu samo organizaciono, a ne i funkcionalno i bilansno povezani sa poslovanjem banaka, a njihove investicije isključivo zasnovane na kriterijumima profitabilnosti. Iako ima mišljenja da sa formiranjem investicionih fondova valja sačekati dok ne zažive i uhodaju se osnovni tržišni i finansijski mehanizmi, preovlađuje svest da bi, makar i u modifikovanoj formi, investicioni fondovi mogli da odigraju korisnu ulogu. U sadašnjim prilikama najizglednije je formiranje investicionih fondova na tržištu novca, koje bi i pored suženih investicionih mogućnosti, atraktivnim

kamatnim stopama otvorilo nove perspektive štednje i plasmana za stanovništvo. Pažnju privlači ideja o osnivanju modifikovanih investicionih fondova,<sup>328</sup> koji bi u tranzitornom periodu odobrali zajmove za profitabilne projekte, a srazmerno unapređenju finansijskog tržišta i tržišnih materijala diverzifikovali svoje plasmane, kupujući hartije preduzeća. U kasnijoj fazi pedominantno bi se bavili trgovinom akcijama i obveznicama. U početku bi ih bilo nekoliko, pri većim bankama, da bi im se broj kasnije povećavao. Nadzor nad aktivnošću menadžmenta vršila bi poslovna banka pri kojoj je osnovan fond.

Okolnost da srpski Zakon o privatizaciji omogućava besplatnu podelu do 60% društvenog kapitala preduzeća čini ga bliskim modelima vaučerizacije. Tako bi i investicioni fondovi mogli da zauzmu analogno mesto kao u zemljama Istočne i Centralne Evrope. Postojanje investicionih fondova na finansijskom tržištu eliminiše dilemu i lutanja vlasnika akcija i vaučera, jer ih oslobađa odluka o pravcima plasmana i upotrebi raspoloživih vlasničkih prava. S druge strane, početna široko disperzirana vlasnička struktura koncentrisala bi se pod okriljem nekoliko investicionih fondova koji bi, kao spoljni vlasnici, mogli da promovišu nove principe upravljanja preduzećem. Svetska praksa poznaje dva modela korporativnog upravljanja. Prvi je model široko disperziranog vlasništva, u kome najveći individualni investitor raspolaže sa manje od 10% akcija kompanije, a bankama je limitirano vlasništvo u preduzećima. Kvalitet menadžmenta reflektuje se kroz kretanje cena akcija na finansijskom tržištu, odakle potiču i informacije za njegovu kontrolu. U drugom modelu finansijske institucije su dominantni vlasnici, sa 10-50% učešća u kapitalu preduzeća. Disperzovano vlasništvo tipično je za SAD, a dominacija banaka u upravljanju preduzećima postoji u Nemačkoj, Japanu, ali i Češkoj. Nerazvijeno i nestabilno finansijsko tržište kod nas teško bi odgovorilo zahtevima prvog modela, te je razumno računati na banke, jer su najbolje upoznate i stvarno zainteresovane za unapređenje upravljanja preduzećima. Ukoliko bi došlo do osnivanja investicionih fondova, to bi pružilo šansu postojećim fondovima da ostvare zaokret u pravcu klasičnih institucionalnih investitora, što je naročito značajno za reformu sistema PIO. S druge strane, formiranje ovih fondova omogućilo bi priliv stranog kapitala i zainteresovanost naših iseljenika za ovakvu formu investiranja, s obzirom da je reč o raširenoj formi plasmana u razvijenim zemljama. Obzirom da Srbija i Crna Gora primenjuju različite modele privatizacije, sa nejednakim tempom njihovog sprovođenja, u Crnoj Gori već je na delu uvođenje investicionih fondova u ekonomski život, a u Srbiji se tek očekuje njihov doprinos privatizacionim procesima, naročito posle donošenja novog Zakona o svojskoj transformaciji.

#### ***4.2.1.5. Nužnost promena performansi naših preduzeća***

Poslovanje svih preduzeća, bez obzira na organizacioni oblik, obavlja se u okviru finansijskog sistema jedne privrede. Kada je proizvod ili usluga, prodat, prodavac dobija novac ili određenu hartiju od vrednosti. U slučaju da je dobio novac, može se odlučiti, između ostalog, da ga investira na finansijskom tržištu, kupujući neku od hartija, a ukoliko je dobio hartiju od vrednosti u vidu čeka ili menice, takođe, se javlja kao učesnik na finansijskom tržištu. Međutim, mnogo je važnije naglasiti da većina preduzeća koristi finansijsko tržište za pribavljanje kapitala radi finansiranja određenih investicija. Zbog toga se finansijsko tržište smatra osnovom za obezbeđenje adekvatne raspodele kapitala i za ekonomski rast jedne privrede.<sup>329</sup>

<sup>328</sup> Ćirović Milutin, Modifikovani investicioni fondovi, Finansije br.5-6, Beograd, str.249

<sup>329</sup> Zeremski Vojislav, Žarkić-Joksimović Nevenka, Upravljanje finansijama u preduzeću, Centar za razvoj menadžmenta Fakulteta organizacionih nauka, "Slobodan Jović", Beograd, 1992., str. 91

Polazište u svim teorijskim razmatranjima preduzeća bili su ciljevi, kao njihova esencijalna karakteristika. Cilj je najčešće shvatan kao predstava o rezultatima koje preduzeće treba da ostvari svojom poslovnom aktivnošću u određenom vremenskom periodu, odnosno kao stanje posledica aktivnosti koje treba obaviti.<sup>330</sup> Među savremenim teoretičarima ne postoji saglasnost oko ciljeva preduzeća, ali nema sporenja oko globalne podele ciljeva na *ekonomske i društvene ciljeve preduzeća*.

U okviru *ekonomskih ciljeva preduzeća*, kao poslovni cilj u smislu poslovne filozofije strateškog značaja smatra se efikasan rast i razvoj preduzeća. Rast preduzeća posmatra se kao simbol progresa odgovarajućih segmenata preduzeća, koji treba da rezultira iz eksternih mogućnosti i internih sposobnosti preduzeća. Prema tome, rast se javlja kao posledica iskorišćenosti ovih mogućnosti i sposobnosti. Sam rast podrazumeva ulaganja u proširenje kapaciteta i u istraživačko-razvojne i druge projekte. Naime, rast predstavlja primarnu pretpostavku razvoja preduzeća. Pod razvojem preduzeća podrazumevamo promene u poslovnoj aktivnosti preduzeća, kojima će se obezbediti njegova relativno trajna konkurentska prednost u odnosu na druga srodna preduzeća. Ostvarenje ovih ciljeva pretpostavlja upravljanje rastom i razvojem preduzeća u smislu formulisanja adekvatne strategije rasta i razvoja preduzeća i načina njene realizacije.<sup>331</sup> Međutim, u računovodstvenoj literaturi postoji mišljenje da je prethodna klasifikacija ciljeva teorijske prirode i da je prilično apstraktna, te stoga oni ističu postojanje osnovnih i dopunskih ekonomskih ciljeva preduzeća.

Od osnovnih ekonomskih ciljeva najznačajniji su:

- *cilj održavanja preduzeća, tj. uloženog kapitala* (ovaj cilj potiče iz načela zaštite poverilaca i može se shvatiti kao primarni minimalni cilj kontinuiteta i ravnoteže poslovnih aktivnosti preduzeća, jer prihodima od prodaje treba da omogući ponovnu nabavku utrošenih činilaca, tj. inputa. Cilj održavanja je naročito potenciran u inflatornim uslovima privređivanja, kada osigurava skup ograničenja koja prožimaju i druge ciljeve. Ovo je i zbog toga što svako preduzeće u tržišnoj ekonomiji ima u svojoj biti prirodni poriv da opstane, tj. da očuva uloženi kapital.<sup>332</sup>,

- *cilj dobitka, tj. profita - maksimiranje prinosa na angažovani kapital* (ovaj cilj se ističe kao motiv i pokretačka snaga preduzetničkih aktivnosti preduzeća i najšire je prihvaćen test za ocenu uspešnosti poslovanja u tržišnim uslovima privređivanja. Vremenom je došlo do relativizacije ovog cilja i do saglasnosti o postojanju i drugih međusobno povezanih i prožetih ciljeva.

Najznačajniji dopunski ekonomski ciljevi su:<sup>333</sup>

- *održavanje tekuće likvidnosti preduzeća* (ovaj cilj podrazumeva sposobnost preduzeća da sopstvene novčane obaveze isplaćuje pravovremeno, odnosno u utvrđenim rokovima njihovog dospeća),

- *održavanje zdravog finansijskog položaja preduzeća u dugom roku*, kako njegov kontinuitet ne bi bio doveden u pitanje (održavanje zdravog finansijskog položaja javlja se kao rezultat komponovanja povoljne finansijske strukture, shvaćene kao odgovarajući odnos između sopstvenih i pozajmljenih, te kratkoročnih i dugoročnih izvora finansiranja,

<sup>330</sup> Malinić Slobodan, Ekonomski ciljevi savremenog preduzeća i pluralizam interesa u njihovoj realizaciji, Finansije br. 9-10, Grmeč, Beograd, 1997., str. 717

<sup>331</sup> Milisavljević Momčilo, Strateg preduzeća i strategijski izvori, Monografija: Strategija razvoja i organizaciona struktura jugoslovenskog preduzeća, Ekonomski fakultet - NICEF, Beograd, 1990., str. 219-233

<sup>332</sup> Malinić Slobodan, Računovodstveni izveštaji kao dispozitivi i kontrolni instrumenti u realizaciji osnovnih ciljeva preduzeća, Studija: Menadžment i transformacija preduzeća, Ekonomski Fakultet i IEI - Kragujevac, 1995., str. 297

<sup>333</sup> Stevanović Nikola, Obračun troškova - teorija, metodologija i primena, Ekonomski fakultet, Beograd, 1991., str. 3-7

ali i afiniteta prema riziku i rentabilnosti, tako da predstavlja izrazito kompleksan i fleksibilan problem.

U poslovno-ekonomskoj literaturi mogu se sresti i drugi ciljevi, koji se mogu globalno grupisati kao *ostali ekonomski ciljevi preduzeća*. U ovu grupu ciljeva, najčešće, se ubrajaju:

- povećanje obima prodaje,
- osvajanje novih tržišta i jačanje tržišne pozicije uopšte,
- povećanje imovine,
- povećanje tržišne vrednosti akcija,
- povećanje broja zaposlenih,
- porast životnog standarda zaposlenih,
- očuvanje i povećanje ugleda firme,
- težnja za prestižom, itd.

Na kraju, ne treba ostaviti po strani i činjenicu da preduzeće u svom odnosu sa širim okruženjem poprima istovremeno i obeležje društvene institucije, koja treba da realizuje ili pomogne u realizaciji i određenih *društvenih ciljeva*, odnosno da u svom ukupnom ponašanju ispolji obzirnost i sklad sa ciljevima društvene zajednice. Naime, za društveno-političku zajednicu, tj. državu preduzeće nije samo samostalan entitet i izolovana ekonomika celija ukupnog privrednog organizma, već i na određen način društvena institucija koja ostvaruje ili pomaže u ostvarivanju ciljeva iz oblasti školstva, zdravstva, kulture, nauke, socijalnog staranja, sporta, državne uprave i administracije, ekologije i drugih oblasti ukupnog društvenog života.

Pri koncipiranju ciljeva preduzeća neophodan je značajan oprez. Unilateralno predstavljanje cilja preduzeća može biti gruba, fragmentarna i nedovoljno analitička predstava cilja. Široka lepeza interesa različitih stejkholdera podrazumeva postavljenje ciljne funkcije preduzeća na dovoljno širokoj osnovi kako bi ista mogla da obuhvati njihove pojedinačne ili grupne interese. Ipak, održavanje uloženog kapitala, kao primarni minimalni cilj kontinuiteta i ravnoteže poslovnih aktivnosti preduzeća i cilj dobitka, tj. profita predstavljaju osnovne i opšteprihvaćene dokaze o uspešnosti poslovanja preduzeća.

Da bi neko preduzeće moglo da se javi u ulozi korisnika kapitala na finansijskom tržištu neophodno je da ima dobar bonitet. U ekonomskom leksikonu bonitet se definiše kao formalna i materijalna svojstva privrednog subjekta, koji ga čine sigurnim dužnikom, bilo da je reč o poslovnoj banci u koju se ulažu finansijska sredstva ili u preduzeće kojem se odobravaju krediti.<sup>334</sup> U fokusu suštine pojma je kreditni bonitet preduzeća, shvaćen u smislu njegove sposobnosti da u roku plati dug, potraživanje, odnosno banke koja kao dužnik usklađuje obaveze po uloženim finansijskim sredstvima sa svojim raspoloživim kapitalom i vrši plasman kredita skladno rokovima poveravanja uloženih finansijskih sredstava. Termin bonitet je veoma kompleksan, odnosno sintetički ekonomski pojam i u najširem smislu podrazumeva kreditnu i celokupnu poslovnu sposobnost određenog poslovnog subjekta, i to ne samo u datom momentu već i na duži rok. Sam termin svoj koren vuče od latinske reči *bonus*, što znači dobar, valjan, vredan, kvalitetan. U našim uslovima bonitet poslovnih subjekata podrazumeva da ti subjekti imaju dugoročno definisane i naučno fundirane poslovne ciljeve, da raspolažu objektivnim i subjektivnim faktorima za izvršenje tako postavljenih ciljeva sa odgovarajućim instrumentima i mehanizmima za ostvarenje tih ciljeva. Na bonitet preduzeća utiče čitav spektar raznih faktora, od kojih su najvažniji sledeći:<sup>335</sup>

---

<sup>334</sup> Ekonomski leksikon, Savremena administracija, Beograd, 1975., str. 100

<sup>335</sup> Milojević Dušan, Poslovni bonitet preduzeća kao pretpostavka vlasničkog prestrukturiranja pomoću deonica, Zbornik radova: Računovodstvo i poslovne finansije u uslovima svojinskog prestrukturiranja preduzeća, Savez računovođa i revizora Srbije, Zlatibor, 1992., str. 159

- procena izvesnosti da će izdavalac jemstva moći nesmetano da nastavi svoju poslovnu aktivnost u dogledno vreme u budućnosti (tzv. "going concern" koncept),
- analiza ključnih finansijskih pokazatelja poslovanja preduzeća (pokazatelji finansijske stabilnosti, pokazatelj stepena samofinansiranja, pokazatelji likvidnosti, pokazatelji poslovne uspešnosti i ostali pokazatelji),
- analiza delatnosti poslovanja i specifičnosti u poslovanju emitenta hartije od vrednosti (poslovni ciljevi i poslovna politika, organizacija, asortiman proizvoda, odnosno usluga, program distribucije, proizvodni planovi, odnosno planovi za pružanje usluga, programi istraživanja i razvoja, finansije, sistem kontrole, informacioni sistem),
- analiza kratkoročne i drugoročne finansijske ravnoteže izdavaoca hartija.

Prema tome, bonitet preduzeća nije moguće svesti samo na solventnost i likvidnost, odnosno kreditnu sposobnost preduzeća. Savremeni pogled na bonitet je njegovo šire shvatanje kao kvantiteta i kvaliteta celine poslovne aktivnosti preduzeća - sučeljavanjem potencijalno slabih i jakih strana ekonomije preduzeća, odnosno spoznaje šansi i rizika za opstanak, rast i razvoj preduzeća.<sup>336</sup>

U savremenim uslovima privređivanja snažno je izražena tendencija globalizacije. Stepem globalizacije preduzeća meri se obimom poslovne aktivnosti koja se obavlja van granica nacionalne države, iznosom direktnih investicija u inostranstvu i članstvom u stratezijskim alijansama. Nezavisno od postojećeg stepena globalizacije preduzeće se mora pripremiti da se suoči sa globalnom konkurencijom.<sup>337</sup> Porter smatra da konkurentnost za preduzeće znači njegovu sposobnost da konkuriše na tržištima u svetu sa globalnom strategijom.<sup>338</sup> Prema podacima objavljenim u časopisu Fortune u avgustu 1995.godine od 500 najvećih preduzeća, koja svoju poslovnu aktivnost obavljaju na globalnom tržištu, 151 preduzeće potiče iz SAD ( 30,2%), 149 iz Japana ( 29,8%), 44 iz Nemačke ( 8,8%), 40 iz Francuske ( 8,0%), 33 iz Velike Britanije ( 6,6%) i 14 iz Švajcarske ( 2,8%).

Preduzeća koja poslovnu aktivnost obavljaju na globalnom tržištu mogu se klasifikovati sa stanovišta pažnje koju posvećuju međunarodnom, u odnosu na domaće tržište. Naime, smatra se da proces transformacije preduzeća ima evolutivni tok. U ekonomskoj literaturi smatra se da postoji četiri tipa preduzeća koja učestvuju na globalnom tržištu:<sup>339</sup>

- *domaće, odnosno nacionalno preduzeće* ( to je ono preduzeće koje domaće tržište vidi kao primarno a međunarodno kao sekundarno),
- *međunarodno, odnosno internacionalno preduzeće* ( ovo preduzeće ima sposobnost da koristi aktivu i stručnost stvorenu u zemlji da se obezbedi podrška ekspanziji na međunarodno tržište. Ima međunarodnu strategiju i organizovano je kao "koordinisana federacija", što znači da poslovne jedinice u inostranstvu imaju određeni stepen samostalnosti),
- *multinacionalno preduzeće* ( to su preduzeća koja poseduju fleksibilnost i sposobnost da izađu u susret razlikama u tražnji u pojedinim zemljama. Njihovi proizvodi su u različitim fazama životnog ciklusa u svakoj zemlji. Dizajn je stvoren u svojoj zemlji a kasnije se vrše prilagođavanja za svako nacionalno tržište.),

<sup>336</sup> Malešević Đoko, Bonitet i potencijali preduzeća, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet u Nišu, 1998., str. 210

<sup>337</sup> Milisavljević Momčilo, Globalizacija i transformacija preduzeća, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski Fakultet u Nišu, 1998., str. 3

<sup>338</sup> Porter, E. M., Competitive Advantage of Nations, Macmillan, New York, 1990., str. 20

<sup>339</sup> Dahinger L.D., Mulbacher H., International Marketing, Addison -Wesley Publishing Company, 1991., str. 48

- *globalno preduzeće* ( karakteriše ga globalna proizvodnja i prodaja na osnovu proširenja sposobnosti domaće organizacije, stručnosti i izvora. Strategija je globalna i sva tržišta se posmatraju kao osnova za rast. Bazična orijentacija ovih preduzeća je mešana, tj. policentrična i geocentrična) i
- *transnacionalna preduzeća* ( ona su kombinacija svake od prethodnih faza u integrisanu mrežu koja proširuje mogućnosti da se uči i stiče iskustvo u celom svetu. Koriste globalnu strategiju i organizovana su u vidu integrisanih mreža.).

Merenje i kontrola performansi poslovnih procesa, aktivnosti imperativ je upravljačke prakse svakog preduzeća. Polazište u procesu merenja je definisanje kontrolnih tačaka, odnosno onoga šta treba meriti, tj. kontrolisati. Nakon toga se vrši identifikacija mogućnosti merenja na osnovu izabranih merila. Sistem kriterijuma performansi podrazumeva set pokazatelja kojima se kvantitativno i kvalitativno prati efikasnost na različitim nivoima (preduzeće, poslovne jedinice, funkcije, aktivnosti). Ono što je nemerljivo jezikom brojeva, deskriptivno je "merljivo" nefinansijskim merilima performansi, što ukazuje na značaj njihove primene. Pošto merenje nije samo sebi cilj, rezultati merenja se koriste da se kroz transformacione procese kontinuirano kreiraju akcije, promene i poboljšanja. Stoga je merenje kontinuiran proces, koji u žiži svog interesovanja nema samo konkretne brojeve, već realne faktore koji indirektno ili direktno "oblikuju" performanse preduzeća. Merenje efikasnosti na svim nivoima i svih poslovnih aktivnosti treba da eliminiše elemente subjektivnosti iz procesa donošenja upravljačkih odluka i da demistifikuje i disciplinuje menadžerske strukture i sve zaposlene, s obzirom na latentnu "opasnost" da budu smenjeni. Sistem merenja performansi omogućuje menadžerima da definišu prioritete u procesu poboljšanja poslovnih aktivnosti. Razvijen i deverzifikovan sistem merenja performansi pomaže menadžerima da "kreativno manipulišu" prošlim i sadašnjim performansama. To im omogućava da uočavaju probleme koji zahtevaju posebno fokusiranje pažnje i napora. Dobri sistemi merenja performansi preduzeća su najbolji putokazi inkrementalnih ili radikalnih strukturnih i/ili strategijskih promena. Tek na osnovu rezultata merenja, preduzeće spoznaje koliko bi moglo biti bolje i koji bi se rezultati mogli ostvariti ako se primene i sprovedu konkretne poslovne strategije.

Efektivan sistem upravljanja preduzećem, odnosno performansama ogleda se u zadovoljenju sledećih zahteva:

- menadžment preduzeća treba da formuliše fleksibilne, realne i merljive ciljeve i da upravlja faktorima rezultata,
- analize performansi menadžment treba da zasniva na potpunom identifikovanju i razumevanju elementarnih faktora, tj. uzroka parcijalnih performansi u obavljanju svih poslovnih procesa i aktivnosti i ukupnog poslovnog uspeha preduzeća,
- menadžment je efektivan ako uspešno i skladno povezuje korporativnu strategiju sa donošenjem tekućih upravljačkih odluka, mera i aktivnosti i ako je top menadžment skladno povezan sa funkcionalnim i operativnim menadžerima koji čine linijski, tj. funkcionalni upravljački tim,
- menadžment treba da teži skraćivanju vremena koje protekne od momenta kada se pojave i identifikuju novi elementi i informacije o uslovima poslovanja do momenta donošenja odluka i prilagođavanja tim informacijama.

Upravljanje performansama je kompleksna aktivnost i zahteva sistemski pristup u njenoj konceptualizaciji i primeni. Sistem upravljanja performansama čine sledeći elementi, tj. aktivnosti:<sup>340</sup>

- identifikovanje stvarnog finansijskog (ekonomskog) potencijala preduzeća,

<sup>340</sup> Shank K.J., Jewett G.W., Brandstand A.P. and Performance Management Team, The Performance Measurement System: Turning Strategies into Results, [http:// www. Strategy-business.com/strategy](http://www.Strategy-business.com/strategy) 95402

- definisanje ostvarivih ciljeva i njihovih mogućih raspona,
- potpuno prihvatanje ciljeva od strane svih nivoa menadžmenta, kao i stvaranje adekvatnog sistema planiranja, finansijskog budžetiranja i izveštavanja, koji uvažavaju i valorizuju odluke i akcije usmerene ka realizovanju "viših" ciljeva,
- direktno povezivanje odgovornosti za realizovanje definisanih ciljeva sa konkretnim nagradama, tj. kompenzacijama menadžerima i zaposlenima.

Sistem upravljanja performansama treba da identifikuje dobre, zadovoljavajuće i loše performanse i da ih povezuje sa kritičnim faktorima poslovanja. Na taj način, ovaj sistem pruža menadžerima mogućnost da u svojoj aktivnosti budu što uspješniji kroz adekvatniji izbor korektivnih mera. On, takođe, ukazuje top menadžmentu na potrebne veštine i sposobnosti upravljanja pomoću performansi, koje oni prevashodno moraju razvijati kako bi bili što efikasniji.

Posebne prednosti koje se mogu očekivati od sistema upravljanja performansama su:

- povećanje poslovnih rezultata,
- ostvarivanje finansijskih ciljeva na višem nivou,
- efikasnija upotreba materijalnih i ljudskih resursa,
- brže reagovanje na izmenjene tržišne uslove i poslovne performanse,
- poboljšanje konzistentnosti i vremenskog aspekta procesa odlučivanja,
- iznalaženje načina za što brže "izvlačenje koristi" od implementiranih inovacija i informacija o poslovanju najboljih konkurentskih preduzeća.

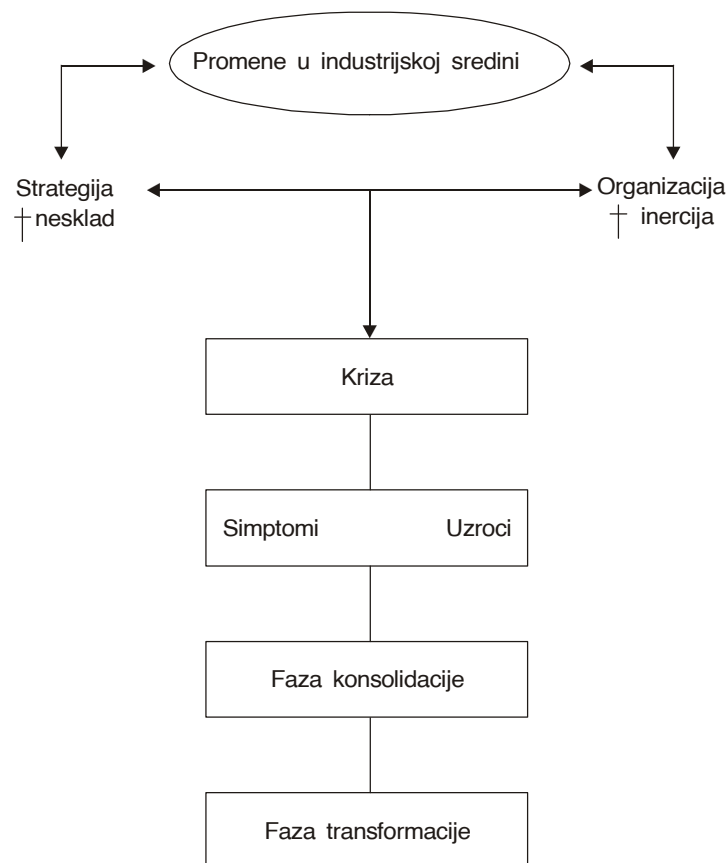
Obim ekonomske aktivnosti, odnosno tempo rasta i razvoja preduzeća uslovljen je faktorima eksterne i interne prirode.<sup>341</sup> Kada se radi o **eksternim faktorima**, treba uzeti u obzir činjenicu da se njihovo dejstvo na poslovanje i razvoj preduzeća manifestuje u specifičnom vidu koncentričnih krugova, s obzirom na domen ekonomske aktivnosti preduzeća. U savremenim uslovima privređivanja posebno treba uzeti u obzir proces globalizacije. Za preduzeća u našoj zemlji relevantne su determinante nivoa i tempa ekonomskog razvoja u regionalnim i svetskim razmerama, a posebno u razmerama privrede zemlje. Ovo stanje je, nažalost, dosta nepovoljno. Ono datira još iz perioda prethodne Jugoslavije, da bi se krajem 90-ih još više produbilo. Osnovni proizvodni kapaciteti su sa znatno većim potencijalom nego što su potrebe novog, znatno suženog tržišta. Paralelno sa ovim došlo je i do nepovoljnih strukturnih poremećaja između pojedinih sektora. Ublažavanje i prevazilaženje ovakvog stanja trebalo je da znači obezbeđenje osnovnih eksternih pretpostavki za opstanak i dalji razvoj preduzeća, što je zahtevalo brojne mere i krupan zaokret u strategiji privrednog razvoja u celini, a posebno u strategiji razvoja pojedinih privrednih sektora. Međutim, umesto programa ekonomskog oporavka i stabilizacije imali smo period skoro desetogodišnje ekonomske blokade, gde posebno treba uzeti u obzir sva oštećenja i gubitke koje smo pretrpeli tokom NATO agresije. Iz svega ovoga jasno proizilazi da se naša privreda nalazi u vrlo nepovoljnom položaju uz naglasak da je gep u odnosu na razvijene zemlje značajno produbljen. Prema tome, naš ekonomski sistem još nije dostigao nivo koji je neophodan za prelazak na tržišni sistem privređivanja.

Osnovne **interne pretpostavke** za obavljanje ekonomske aktivnosti preduzeća sadržane su u resursima materijalne, ljudske i dispozitivne prirode. Materijalni resursi odnose se na predmete rada i sredstva za rad, odnosno oni su sadržani u kapacitetima, tehnološkim procesima i proizvodnom potencijalu. Oni su značajno amortizovani i zastareli u odnosu na determinante ovih faktora u razvijenim zemljama, tako da sa njima

---

<sup>341</sup> Grozdanović Dragiša, Efikasnost transformacije preduzeća u uslovima ekonomske blokade, Monografija: Upravljanje ključnim aspektima transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, Čigoja, Beograd, 1999., str.27

nije moguće proizvoditi proizvode niti pružati usluge približnog kvaliteta i asortimana u odnosu na konkurente iz razvijenih zemalja. Većina naših preduzeća godinama je vršila prelivanje sredstava amortizacije u obrtna sredstva, tako da sada ne raspolažu dovoljnim sredstvima za zamenu ili bar za rekonstrukciju i modernizaciju zastarelih sredstava. Ovde napominjemo da zahvaljujući dometima elektronike i informatike postoje značajne mogućnosti za unapređenje, tj. poboljšanje pojedinih tehničko-tehnoloških performansi određenih tehničkih faktora. Prema parametrima kvantitativne prirode stoji ocena da naša privreda raspolaže potrebnim ljudskim resursima. Međutim, ako se uđe u domen kvalitativne kompetentnosti, posebno sa stanovišta inovativnosti, preduzetništva, organizovanosti i produktivnosti rada dolazimo do drugačijih konstatacija. U gotovo svim preduzećima postoji nedovoljna zaposlenost raspoloživih faktora. Da bi naša preduzeća preživela i opstala neophodno je preduzeti određene mere. Olakšavajuća okolnost za ostvarenje ovog cilja je nedavno ukinuta ekonomska blokada naše zemlje. S druge strane, neophodno je izvršiti celovitu transformaciju preduzeća, tj. vlasničku, organizacionu, poslovnu i finansijsku transformaciju, što nimalo neće biti lako.



Shema 30: Kriza preduzeća i preokret

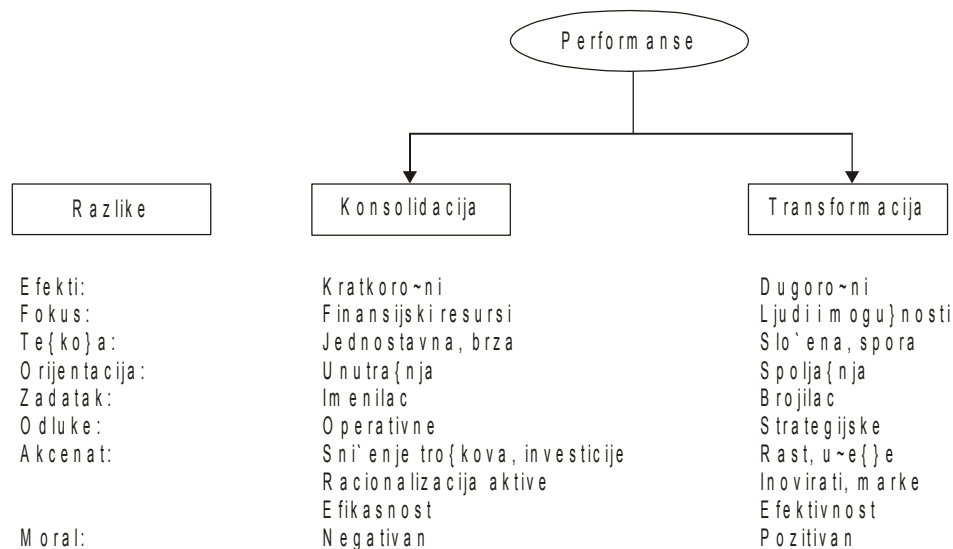
Krizna situacija predstavlja opasnost za egzistenciju preduzeća i ostavlja ograničeno vreme za racionalnu reakciju na nastale promene. Osnovne karakteristike kriznih situacija u preduzeću su:

- negativni rezultati poslovanja preduzeća u dužem periodu, uglavnom izazvani stagnacijom ili opadanjem aktivnosti preduzeća uz rastuće troškove,
- smanjenje sopstvenog kapitala u strukturi ukupnog kapitala i opasnost od prezaduženosti,



- značajno povećanje izdataka za kamate, koji se više ne mogu pokriti prinosima u kalkulaciji troškova po jedinici,
- zaoštavanje problema likvidnosti,
- nedovoljna transparentnost podataka,
- nedostatak objektivnosti rukovodstva pri oceni stanja.

Krize mogu imati različit intenzitet. Preduzeća zapadaju u krize kada organizaciona inercija sprečava dovoljno brzu i odlučnu promenu u strategiji da bi se prilagodila novoj situaciji u sredini.<sup>342</sup> Brza reakcija organizacije je uvek teška, posebno za tradicionalne lidere na tržištu. Simptomi krize su znaci po kojima se može prepoznati postojanje krize preduzeća. To su najpre "slabi signali", koji kasnije postaju sve jasniji i glasniji, tako da se više ne mogu ignorisati. U takve signale spadaju: potcenjivanje konkurencije, gubitak tržišnih niša, neuspeh ili odlaganje razvoja novog proizvoda, malo ljudi posećuje kupce, odlazak ključnih ljudi dobrih poznavalaca tržišta, itd. Zatim dolaze jasniji signali: opadanje tržišnog učešća, smanjenje rasta, neznatan razvoj novog proizvoda, odlazak ključnih kupaca.<sup>343</sup> "Glasnije" manifestacije se ogledaju u: nezadovoljstvu zaposlenih, zaokretu na svim nivoima - posebno menadžmentu, reaktivnoj stereotipnoj reakciji, pa sve do signala krize vezanih za neiskorišćenost kapaciteta, nedostatak likvidnosti, prezaduženosti i na kraju do same propasti preduzeća.<sup>344</sup>



Shema 31: Komparacija konsolidacije i transformacije preduzeća

Uzroci kriza su prilično raznovrsni. Bazični problemi izazvani su redovno transformacijom, koja se događa u grani u kojoj preduzeće obavlja svoju delatnost. Najznačajniji su: pojava novih kanala distribucije, novih tehnologija, itd. Primarni zadatak kriznog menadžmenta je konsolidacija preduzeća, koja se ogleda u zaustavljanju erozije tržišnog učešća, prodaje, dobiti, likvidnosti. Tek nakon toga sledi sastavljanje programa revitalizacije preduzeća. Dugoročniji i važniji strategijski zadatak je transformacija preduzeća.

<sup>342</sup> Doyle, P., Marketing Management and Strategy, Second Edition, Prentice Hall Europe, London, 1998., str.388

<sup>343</sup> Senić Radoslav, Kriza, konsolidacija i transformacija preduzeća, Monografija: Upravljanje ključnim aspektima transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet u Kragujevcu, Čigoja, Beograd, 1999., str.17

<sup>344</sup> Vollmann, T.E., The Transformation Imperative, Harvard Business School Press, Boston, 1996., str. 17-18

Između *konsolidacije i transformacije* treba da postoji partnerstvo, a ne konflikt. Faza konsolidacije je nužan deo procesa poslovnog preokreta, ali ona nikada nije devoljna, jer je usmerena na simptome, a ne na prave uzroke problema. Njome mogu da se ostvare samo kratkoročna poboljšanja. To je jednostavno operacija u menadžmentu imenioca: smanjenje intupa (troškova, ulaganja i imovine) u formuli produktivnosti autput/input. U celosti je orijentisana interno, na interne finansijske resurse, troškove, marže i imovinu preduzeća. Nasuprot tome, transformacija se odnosi na dugoročnu konkurentnost na tržištu. Ona se odnosi na sticanje ključne kompetentnosti i ponovnog motivisanja zaposlenih da ostvare liderstvo u grani. Sporija je i daleko teža od konsolidacije. Menadžment se pomera sa imenioca na brojilac, od internog na eksterni fokus, od naglašavanja štednje do komuniciranja i inspirisanja vizije.

Vlasnička transformacija koja se ostvaruje u tzv. postsocijalističkim privredama podrazumeva promenu vlasništva na kapitalu, pa time i preduzeća, čime se determiniše svojstvo i karakter ekonomskih odnosa. Sprovedenjem ove transformacije ostvaruje se uticaj na suštinu, karakter i efekte sveukupnog procesa transformacije preduzeća. Sa izmenom vlasništva nad kapitalom dolazi istovremeno i do promena u ciljevima preduzeća. Iako su preduzeća i u ovim uslovima učesnici u sistemu društvene reprodukcije, naglasak je na ciljevima vlasnika kapitala, menadžera, zaposlenih, raznih eksternih konstituenata, a posebno ciljevima države ali i preduzeća kao poslovnog entiteta. Budući da su naša preduzeća poslovala skoro čitavu jednu deceniju u uslovima ekonomske blokade, te da se stoga nalaze u vrlo nepovoljnom položaju, da rade sa zastarelom tehnologijom, da je stepen iskorišćenja instaliranih kapaciteta ispod svakog minimuma, sledi da je nivo ekonomske efikasnosti njihovog poslovanja vrlo nizak, a često i nepovoljan. Ako se ima u vidu činjenica da se proces legalne svojinske transformacije ostvaruje vrlo sporo i da veliki broj preduzeća nije izvršio ni procenu vrednosti kapitala, sasvim je izvesno da u kratkom vremenskom periodu ne možemo očekivati ozbiljne promene u vlasničkim odnosima nad kapitalom, bar po osnovu procesa legalne svojinske transformacije. Podizanje ekonomske efikasnosti preduzeća u uslovima i posle vlasničke transformacije kapitala ima značajne socijalne implikacije. Ovaj proces u suštini dovodi do socijalne diferencijacije na elementima prvobitne akumulacije kapitala. Utoliko se povećava broj socijalno siromašnih, nasuprot relativno manjem broju bogatijeg sloja ljudi. Sam proces ima brojne implikacije ne samo ekonomske, već i političke i etičke prirode. Tim više što se uglavnom ostvaruje na osnovama nelegalne vlasničke transformacije. Takvi tokovi i procesi imaju, povratno, značajne negativne posledice na motivaciju i efikasnost poslovanja preduzeća, koja se nalaze u društvenoj i državnoj svojini.

Efekti vlasničke transformacije na povećanje efikasnosti preduzeća u najvećoj meri zavise od potrebnih promena u okruženju u vidu raznih eksternih faktora poslovanja i razvoja preduzeća. Neki od tih faktora su u domenu države (privredni sistem, strategija privrednog razvoja, strategija i program vlasničke transformacije u tim okvirima, ostale strategije razvoja). U tom smislu se otvara dilema šta činiti sa privatizacijom. Budući da je zadržavanje sadašnjeg stanja i koncepta nerealno, čini se da ga treba prvo, radikalno intenzivirati i drugo, uvesti model vaučerizacije, s tim da se učešće stranog kapitala na vitalnim sektorima ograniči do 49% i odredi obaveza održavanja i povećanja obima privredne aktivnosti i zaposlenosti u preduzeću u kome je izvršen otkup akcija. Prema tome vlasničku transformaciju treba shvatiti kao prvu polugu, tj. primarni zamajac u procesu opstanka i razvoja preduzeća i privrede u celini.

Najizraženije probleme kod nas imaju velika preduzeća, koja se nalaze u poodmaklim stadijumima strategijske, operativne i krize upravljanja.<sup>345</sup> U situaciji kada je obezbeđenje kratkoročne egzistencije primaran zadatak, a "dnevno dovijanje" osnovna karakteristika ponašanja, ostaje malo prostora za osmišljeno razvojno planiranje. Umesto da se rast i razvoj preduzeća zasniva na usvojenoj drugoročnoj strategiji, poslovno ponašanje će se uglavnom bazirati na savlađivanju niza incidentnih situacija ( obezbeđenje deficitarnih energenata i repromaterijala, obezbeđenje kredita, logistike, prologniranje plaćanja obaveza, i sl.). Iz ovakve poslovne filozofije stiče se utisak da će sve biti podređeno rešavanju tekućih problema bez jasnih drugoročnih vizija i smišljenih aktivnosti u oblasti tržišnog prestrukturiranja. U takvim okolnostima u prvi plan izbijaju finansijski problemi preduzeća, među kojima su najizrazitiji: jako izraženi problemi nelikvidnosti i konstantan nedostatak obrtnih sredstava, nemogućnosti obezbeđenja kontinuiteta proizvodnje, nemogućnosti isplate zarada, visok nivo zaduženosti i visoki izdaci servisiranja kredita, narušena finansijska ravnoteža, brojne finansijske dubioze i erozija kapitala. Menadžment preduzeća se uglavnom koncentriše na rešavanje ovih gorućih problema, ostavljajući razvojnu komponentu u drugi plan i time čineći svoje preduzeće svojevrsnim zatočenikom postojeće, često prevaziđene strukture poslovnog i neperspektivne strukture tržišnog portfolija. Iz ovakvog činjeničnog stanja jasno proizilazi da velika preduzeća ne mogu predstavljati naš oslonac u promenama usmerenih ka uključivanju u međunarodnu zajednicu i svetsko tržište, te stoga posebna pažnja mora biti usmerena na mala i srednja preduzeća.

Tokom poslednje tri decenije stvorena je nova strukturno-tehnološka matrica svetske privrede, praćena i podsticana dalekosežnim institucionalnim i doktrinarno-strateškim promenama u privredama glavnih aktera međunarodnih odnosa i razvoja. Manje-više u svim nacionalnim ekonomijama stvoren je sasvim novi poslovni, tržišni, strukturni i uopšte, razvojni ambijent za nastajanje, delovanje i organizovanje malih i srednjih preduzeća. Između ostalog, u okolnostima dominacije funkcionalnog tipa integracije svetske privrede kroz mrežu transnacionalnih kompanija, organizovanog i efikasno sankcionisanog multilateralizma i neoliberalizma, marginalizuju se domašaji nacionalnih ekonomskih suvereniteta. Istovremeno, umesto prirodnih ili stečenih komparativnih prednosti pojedinih sektora privrede, vladajuća paradigma konkurencije vezuje se za ekspanirajuću diferencijaciju proizvoda, za brzo prilagođavanje proizvodne strukture, sistema organizacije i upravljanja preduzeća u skladu sa brzo menjajućim tehnološkim standardima, opadajućim troškovima i probirljivim i specifikiranim zahtevima kupaca.<sup>346</sup>

**Mala i srednja preduzeća** postaju dominantni i najpropulzivniji nosioci strukturnih promena i prilagođavanja, dinamike privrednog rasta i zapošljavanja, ublažavanja socijalnih razlika i regionalnih disproporcija u razvoju, zadovoljavanja preferencija potrošača i širenja tržišta, i to naročito u najrazvijenijim i najdinamičnijim privredama. Stvorene su brojne fondacije i banke specijalizovane za kreditiranje MSP, po beneficiranim uslovima u funkciji finansiranja razvojnih projekata i tekućih aktivnosti, kao i programa strukturnog prilagođavanja i osnivanja novih MSP. Izgrađene su i institucije za pružanje stručne pomoći ovim preduzećima. Posebno su značajni specijalizovani informativni sistemi, centri i servisi u funkciji MSP. Ovakav procvat uloge i značaja MSP

---

<sup>345</sup> Todorović Jovan, Stošić Ivan, Milosavljević Slobodan, Karakteristike i upravljački izazovi poslovanja velikih preduzeća, Monografija: Strategija transformacije velikih preduzeća u uslovima globalizacije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999., str.20

<sup>346</sup> Popović Tomislav, Minić Jelica, Fenomen malih i srednjih preduzeća u savremenoj privredi, Svet finansija br.175, Vojvođanska banka, Novi Sad, 1998., str.3

u savremenim privredama nije slučajna, već je uslovljen brojnim činiocima, od kojih su najvažniji sledeći:<sup>347</sup>

- tokom 70-ih godina dolazi do raspada dotadašnje standardne fizionomije privrednog ciklusa. Naime, nezavisno od rasta ili pada nivoa ekonomske aktivnosti, cene i nezaposlenost su tih godina i praktično tokom cele osme decenije bile istovremeno na uznemirujuće visokom nivou. To znači da država više nije mogla da linearnom kreditno-monetarnom politikom kontroliše i usmerava makro-ekonomske agregate ka obaranju nezaposlenosti ili/i obaranju cena;

- u toku 1971.godine dolazi do napuštanja Bretonvudskog monetarnog sistema, utemeljenog na dolaru i njegovom stabilnom paritetu prema zlatu. Tržišne privrede od tada prelaze na sistem fluktuirajućih deviznih kurseva;

- u periodu od 1974. do 1997. došlo je do kraha klasičnog industrijalizma u strukturnom smislu. Usled promena u nivou dohotka i tražnji, u rasporedu činilaca proizvodnje i relativnih produktivnosti sektora, došlo je do nadprosečnog rasta sektora usluga i njihovog dominantnog udela u društvenom produktu, a posebno zaposlenosti u svim tržišnim privredama, pre svega na račun industrije;

- prvi i drugi energetska šok ( 1973/74. i 1979.) naterali su tržišne privrede da primene restriktivne ekonomske politike, usled nastalih neravnoteža u platnim bilansima, te da težište rešenja bude na brzim strukturnim prilagođavanjima, ka proizvodnjama i tehnologijama niske energetske intenzivnosti uz mere racionalizacije, što je dalo prednost MSP;

- uglavnom sa time povezan uzlet kamatnih stopa tokom 1979.godine na finansijskim tržištima povećao je značenje prednosti MSP u pogledu interne ekonomije i njihove finansijske strukture, s obzirom na znatno veći stepen samofinansiranja u odnosu na krupna preduzeća;

- u navedenom periodu isforsiran je od strane SAD liberalno intoniran institucionalni i doktrinarni milje svetske privrede, koji je pogodovao ekspanziji MSP, gde pre svega mislimo na liberalizaciju i homogenizaciju pravila konkurencije u EU i na osetno sniženje i harmonizaciju carinskih stopa po osnovu sporazuma iz nekoliko rundi multilateralnih trgovinskih pregovora;

- početkom devete decenije izvršen je konceptualni zaokret u razvijenim tržišnim privredama ka Teoriji ponude, odnosno ka ortodoksnom ekonomizmu, što je favorizovalo preduzetništvo i impliciralo smanjena zahvatanja i mešanja države u privredi;

- krajem 80-ih godina oko 50% zemalja članica OECD-a imalo je javne izdatke iznad 45% društvenog proizvoda, a skoro polovina je imala deficit javnog sektora. S tim u vezi, visoka poreska opterećenja jesu glavni razlog bujanja sive ekonomije u tržišnim privredama, koja prema kompetentnim procenama učestvuje sa oko 10% u stvaranju njihovog društvenog produkta. Poznato je da je siva ekonomija skoro u potpunosti područje delovanja MSP;

- međunarodni tokovi kapitala u posmatranom periodu imali su znatno brži rast, ne samo u odnosu na svetski društveni proizvod, nego i u odnosu na međunarodnu razmenu;

- odlučujući uticaj na procvat imaju savremene računarske tehnologije i telekomunikacije, sa pratećim softverskim paketima.

Kao celina MSP predstavljaju značajan izvor inovacija u svakoj privredi. Iako inovativnost predstavlja karakteristiku ovih preduzeća između njih u tom pogledu postoje brojne razlike, tako da se u literaturi mogu sresti različite klasifikacije MSP prema stepenu

---

<sup>347</sup> Isto, str. 4

njihove inovativnosti. U tom smislu sa stanovišta stope inovacija i stope rasta MSP se mogu klasifikovati u sledeće četiri grupe:<sup>348</sup>

- 1) *preduzeća ekonomskog jezgra* ( karakteriše ih niska stopa inovacija i niska stopa rasta, ali su najbrojnija);
- 2) *ambiciozna preduzeća* ( ostvaruju visoku stopu rasta zahvaljujući manjem broju inicijalnih inovacija koje eksploatišu u dužem vremenskom periodu);
- 3) *glamurozna preduzeća* ( ostvaruju dugoročno visoku stopu rasta zahvaljujući visokoj stopi inovacija, a nazivaju se tako jer pobuđuju značajnu pažnju u svakoj privredi);
- 4) *preduzeća ograničenog rasta* ( beleže visoku stopu inovacija, ali uz ograničenu stopu rasta, zbog nedostatka resursa ili nespemnosti vlasnika da promene način upravljanja preduzećem).

Doprinos MSP nacionalnoj privredi ogleda se i u diverzifikovanju privredne strukture, pri čemu uspešna MSP predstavljaju jezgro iz koga se razvijaju velika preduzeća. Značaj ovih preduzeća ogleda se u činjenici da ona efikasno doprinose povećanju ponude neophodnih potrošnih dobara, otvaranju novih radnih mesta, kao i ponovnom uspostavljanju privrednih veza između pojedinih zemalja i regiona.

*Japan* predstavlja jedan od najboljih primera zemlje u čijem su posleratnom privrednom i društvenom oporavku i razvoju MSP odigrala centralnu ulogu. U prvoj fazi njihovog razvoja, koja je trajala od završetka Drugog svetskog rata do kraja 50-ih godina dolazi do osnivanja novih preduzeća uz snažnu podršku države. U drugoj fazi, koja počinje početkom 60-ih godina, težište vladine podrške pomera se sa osnivanja novih na pružanje pomoći postojećim preduzećima.

*Italija*, odnosno njena pokrajina *Emilija Romanja*, postala je sinonim uspešnog oporavka i kasnijeg razvoja privrede zasnovanog na razvoju MSP. Zajednička karakteristika podrške vlade Japana i pokrajine Emilija Romanja sektoru MSP bilo je redukovanje ulaznih i izlaznih barijera, čime su ove vlade stimulisale masovno osnivanje novih preduzeća, čiji su vlasnici pripadali veoma širokom sloju stanovništva. Suština podrške ogledala se u obezbeđenju finansijskih sredstava pod povoljnim uslovima, kao i u obezbeđenju povoljnih uslova za korišćenje raspoloživih privrednih kapaciteta.

Suprotno Japanu i pokrajini Emilija Romanja, čije su vlade stimulisale kvantitete MSP, podrška Vlade posleratne *Nemačke* bila je usmerena na konsolidaciju i razvoj postojećih MSP, a naročito porodičnih preduzeća, odnosno na kvalitativno jačanje sektora MSP. Prema tome, možemo zaključiti da je našoj zemlji primerenije iskustvo prve dve zemlje.

Tokom devete decenije u SRJ je došlo do povećanja broja, značaja i uloge MSP, naročito u uslužnim delatnostima, napre pod uticajem stimulativne zakonske regulative u periodu 1990/92., a kasnije, nažalost, kao prateća pojava, tj. reakcija na neregularne i otežane uslove poslovanja preduzeća i banaka, u graničnoj zoni sive ekonomije, u okolnostima hiperinflacije, predugog držanja fiksnog kursa, visokih kamatnih stopa, oskudnih izvora akumulacije, otežanih mogućnosti zapošljavanja, systemske erozije poslovnih bilansa preduzeća u državnom i društvenom sektoru, zatvorene i snažno administrirane privrede. Kao rezultat toga u 1996.godini od ukupnog broja preduzeća - 72.709, mala preduzeća su učestvovala sa 96,1%, srednja sa 3,5% i velika sa 1,4%. Među privatnim MSP, koja su učestvovala sa 91,86% u ukupnoj strukturi preduzeća, najveći broj je registrovan u trgovini - 58,13%, finansijskim i drugim uslugama - 11,18% i industriji i rudarstvu - 10,70%.

---

<sup>348</sup> Paunović Blagoje, Uloga MSP u obnovi i restrukturiranju jugslovenske privrede, Ekonomske teme br. 1-2, Ekonomski fakultet u Nišu, Petrograf, Niš, 1999., str. 33

Status i položaj MSP u privredi SRJ, a time i njihova uloga i značaj, u nepovoljnom smislu odudaraju od uporedivih iskustava u evropskom okruženju, zbog simultanog uticaja većeg broja, pre svega, privredno-sistemskih i administrativnih ograničenja:

- privatizacija, kao opšti i prethodni uslov poslovne afirmacije MSP u Srbiji još uvek se nalazi na početku, iako je odavno započeta,
- u Srbiji ne postoje osmišljeni programi za podsticaj i podršku MSP,
- raspoloživa sredstva iz budžeta, primarne emisije NBJ ili prodaje državnog kapitala usmerena su uglavnom na socijalne prioritete, hronične gubitake, privilegovane izvoznike i uvoznike, uticajne lokalne lobije i političke miljenike,
- bankarski sistem nije ni organizacioni ni finansijski osposobljen za podršku MSP,
- u sistemu privrednih komora MSP nisu ni približno zastupljena, shodno značaju i ulozi, što znači da nisu u poziciji da utiču na opredeljenja i mere državnih organa,
- naučno-istraživačke i obrazovne institucije nisu prilagođene potrebama poslovanja i organizacije MSP, kako u oblasti uvođenja novih tehnologija i standarda, tako i u oblasti marketinga, organizacije i upravljanja,
- nefunkcionalni informacioni sistemi ne odgovaraju potrebama razvoja MSP, itd.

Jedna od osnovnih specifičnosti privrede SRJ sa stanovišta značaja i uloge MSP, koja odudara od evropskih standarda, jeste relativno nisko učešće tih preduzeća u ukupnoj zaposlenosti: iako učestvuju (1997.) u ukupnom broju preduzeća sa 98,7%, MSP zapošljavaju 47,9% aktivne radne snage, a velika 52,1%. Međutim, sa stanovišta uspeha i rezultata MSP su u značajnoj prednosti u odnosu na velika preduzeća: sektor MSP učestvuje sa svega 16% u ukupnim gubicima privrede, dok to učešće kod velikih preduzeća iznosi 68%.

Prema tome, sumirajući napred navedene činjenice možemo zaključiti da naša preduzeća imaju veoma loše performanse, te da nam stoga predstoji složen, dug i mukotrpan posao oživljavanja, revitalizacije, sanacije i prestrukturiranja privrede, gde se poseban akcenat mora staviti na mala i srednja preduzeća, koja treba da predstavljaju zamajac uspešnog privrednog razvoja naše zemlje.

#### ***4.2.1.6. Uloga i značaj brokersko-dilerskih kuća na finansijskom tržištu Jugoslavije***

Dilersko-brokerska delatnost podrazumeva organizovani tehnološki proces rada i stvaralaštva na području bankarskih proizvodno-trgovačkih operacija na:

- promptnom finansijskom tržištu u zemlji i inostranstvu i na
- termiskom robnom i finansijskom tržištu u zemlji i inostranstvu.

Ovako shvaćena dilersko-brokerska delatnost nastala je početkom XVIII veka i do danas je doživljavala svoju transformaciju u formalnom i suštinskom pogledu. Sve te promene ocrtavale su svojstva i karakteristike stanja u nacionalnim ekonomijama.<sup>349</sup>

Naša iskustva u radu sa brokerskim i dilerskim posredničkim institucijama finansijskog tržišta, eskontnim kućama i berzom efekata su veoma skromna. Pre svega, globalno posmatrano, Jugoslavija nema institucionalno uspostavljene mehanizme i institucije jednog savremenog finansijskog tržišta, posebno u poređenju sa standardima razvijenih zemalja i zahtevima tržišne privrede.

Smatra se da je najoptimalnije rešenje za razvoj dilersko-brokerske delatnosti kod nas njena implementacija u funkcionalo-stvaralački deo jugoslovenskih banaka, sa težnjom

---

<sup>349</sup> Ristić Života, Dilersko-brokerska delatnost - prošlost, sadašnjost i budućnost, Jugoslovensko bankarstvo br. 7-8/97, Graficom, Beograd, 1997., str. 3

da ova delatnost postane najvažniji deo ukupne delatnosti banaka. Neophodni uslovi za uspešan rad i razvoj dilersko-brokerske delatnosti su:<sup>350</sup>

- utvrđivanje i striktna primena trgovačkih obliigo limita;
- utvrđivanje i striktna primena regulative vezane za rad diler-brokera banke sa otvorenim trgovačkim pozicijama,
- utvrđivanje visine, načina deponovanja i korišćenja garantnih depozita diler-brokera banke;
- izbor proizvoda i strategija sa kojima će diler-brokeri banke trgovati na nacionalnom i internacionalnom finansijskom tržištu;
- izbor optimalnog broja diler-brokera banke i njihova profesionalna obuka;
- izbor, nabavka, montaža i korišćenje optimalne tehnološke opreme potrebne za rad diler-brokera banke;
- izrada, obuka i implementacija softverskog programa za svaku vrstu proizvoda koji je predmet trgovine u okviru dilinga banke;
- program obuke klijenata i njegova realizacija u tehnološkom procesu rada dilinga banke.

Ovde treba imati u vidu da jedan broj jugoslovenskih banaka raspolaže potrebnim prostornim, kadrovskim i tehničkim potencijalima za razvijanje posebnih organizacionih delova, tj. jedinica koje će se baviti brokersko-dilerskom delatnošću.

Prema našim pozitivnim zakonskim propisima berzanskog posrednika mogu osnovati najmanje tri pravna lica, dok se u ulozi osnivača brokerske firme mogu pojaviti i samo dva fizička lica. Berzanski posrednik može biti član berze, na kojoj može da zaključuje ugovore o kupovini ili prodaji određenih vrsta tržišnog materijala u okviru berzanske ili regulisane vanberzanske trgovine. Međutim, berzanski posrednik, iako nije član berze, može u okviru slobodne vanberzanske trgovine da zaključuje ugovore o kupovini ili prodaji finansijskih instrumenata, pri čemu može nastupiti kao broker ili kao diler.

Berzanski posrednik može da obavlja sledeće poslove:

- trgovina žiranim novcem, menicom, čekom, kratkoročnim hartijama od vrednosti, devizama, hartijama od vrednosti koje glase na stranu valutu, zlatom i drugim plemenitim metalima, akcijama, obveznicama i finansijskim derivatima,
- otkup, eskont i reeskont bankarskih i trgovinskih akcepata, tj. menica ili njihovo držanje do roka dospelosti,
- bezgotovinski i klirinški platni promet u skladu sa propisima,
- odobravanje kredita na osnovu založenih pokretnih stvari,
- kupoprodaja deviza, valuta i zlatnog novca na osnovu ovlašćenja državnog organa nadležnog za promet ovih vrednosti,
- otkup ukupne emisije hartija od vrednosti,
- pružanje savetodavnih usluga u vezi sa emisijom i trgovinom hartijama od vrednosti,
- čuvanje hartija od vrednosti,
- vođenje portfolija hartija od vrednosti za račun klijenata, itd.

Osnovna uloga berzanskog posrednika je da zadovolji zahteve klijenata za kupovinom, odnosno prodajom tržišnog materijala. Na taj način, berzanski posrednik, pod najpovoljnijim uslovima i na najefikasniji način omogućava privrednim subjektima, ali i drugim zainteresovanim licima da realizuju svoje dohodovne, investicione i druge potrebe na finansijskom tržištu. Prema tome, u ulozi klijenta berzanskog posrednika mogu da se jave i pravna i fizička lica, koja ispunjavaju uslove propisane pravilima berzanskog posrednika uz obaveznost zaključenja određenog ugovora. Taj ugovor može biti ugovor o

---

<sup>350</sup> Isto, str. 8

posredovanju, ugovor o zastupanju ili ugovor o komisionu. Međutim, ugovor ne stvara automatsku obavezu berzanskog posrednika svaki nalog svojih klijenata. Ispravnost, realnost i mogućnost za izvršenje naloga u svakom konkretnom slučaju ceni ovlašćeni broker berzanskog posrednika, imajući u vidu ukupnu situaciju na finansijskom tržištu, kao i druge okolnosti vezane za samog klijenta i njegove mogućnosti da izvrši obaveze po eventualno zaključenom poslu po konkretnom nalogu. Klijenti berzanskog posrednika su dužni da savesno, u skladu sa dobrim poslovnim običajim i poslovnim moralom izvršavaju preuzete obaveze po poslovima kupoprodaje tržišnog materijala, koje je za njihov račun zaključio berzanski posrednik. Klijenti su dužni da svoje obaveze izvršavaju na način i pod uslovima utvrđenim zaključnicom, odnosno ugovorom o posredovanju, zastupanju ili komisionu. Naime, klijent je obavezan da kod organizacije ovlašćene za obavljanje platnog prometa obezbedi dovoljno pokriće za plaćanje svojih novčanih obaveza po poslovima zaključenim posredstvom berzanskog posrednika. Zbog svega ovoga neophodno je postojanje čvrste finansijske discipline u finansijskom sistemu zemlje.

Po osnovu zaključenih poslova kupoprodaje tržišnog materijala za račun klijenta, on je dužan da berzanskom posredniku plati brokersku proviziju - kurtažu, po tarifi koja je overena od strane Komisije za hartije od vrednosti. Berzanski posrednik je obavezan da javno istakne tarifu po kojoj naplaćuje kurtažu, kao i druge naknade za poslove, odnosno usluge koje pruža svojim klijentima. Visina kurtaže zavisi od vrednosti poslovne transakcije koja se obavlja, ukupnog obima poslovanja berzanskog posrednika, broja klijenata, itd., a uobičajeno je da se plaća odmah po zaključenju posla. Kod dilerskog načina trgovine berzanski posrednik ostvaruje zaradu na razlici u ceni koju ostvaruje između kupovne i prodajne cene.

U slučajevima kada trgovanje svim ili pojedinim vrstama tržišnih instrumenata može da ugrozi ravnotežu na finansijskom tržištu ili ako se očekuje objavljivanje informacije za koju se može očekivati da bi mogla značajno da utiče na poremećaje cena tržišnog materijala, berzanski posrednik će, na sopstvenu inicijativu ili po predlogu Komisije za hartije od vrednosti ili NBJ, obustaviti trgovanje. Isto će se učiniti i u slučaju da neravnoteža ponude i tražnje tržišnog materijala postane trajna ili preči da izazove ozbiljne poremećaje u privrednim tokovima. Na ovaj način se štiti stabilnost finansijskog tržišta i uopšte privrednog sistema zemlje. Takođe, berzanski posrednik mora da spreči lice, koje je u situaciji da dođe do insajder informacije, da je iskoristi za ostvarenje imovinske koristi, tj. da vrši kupoprodaju tržišnog materijala. Berzanski posrednici u svom radu moraju da se pridržavaju etičkog kodeksa. Suština ovog kodeksa ogleda se u obavezi posrednika da sve poslove koji su u njegovoj nadležnosti obavlja u skladu sa dobrim poslovnim običajima, poslovnim moralom i na način koji neće ugrožavati ugled berzanskog posrednika. Počev od izgleda, ponašanja, načina ophođenja prema klijentima, preko zabrane vršenja bilo kakvih manipulacija na finansijskom tržištu usmerenih na veštačko formiranje cena tržišnog materijala, iznošenja bilo kakvih neistinitih podataka ili prognoza kretanja cena tržišnih materijala, zabrane vršenja dopunskog rada iz delokruga rada brokera, obaveze čuvanja svih poslovnih tajni i podataka, do zabrane učešća u dobiti po poslovima koje su obavljali za svoje klijente.

Brokери predstavljaju izuzetno uzan krug ljudi sa visoko specijalizovanim znanjima, čiji način obavljanja posla zahteva stalnu međusobnu komunikaciju i visok stepen međusobnog poverenja i razumevanja. Otuda je ideja o okupljanju brokera nastala spontano, radi razmene literature, pomoći, konsultacija, pokušaja zajedničkog iznalaženja rešenja problema. U tom smislu osnovni ciljevi Jugoslovenskog udruženja brokera su:

- unapređenje berzanskog poslovanja,
- unapređenje pravila i principa berzanske i vanberzanske trgovine,
- ostvarivanje saradnje sa nadležnim organima u zemlji i inostranstvu,
- ostvarivanje saradnje sa sličnim strukovnim udruženjima u inostranstvu,



- informisanje javnosti o svim podacima značajnim za rad udruženja,
- zastupanje interesa članova udruženja pred svim nadležnim institucijama,
- zastupanje interesa članova prema poslodavcu.

U našoj zemlji iskustvo i tradicija berzanskog poslovanja su izuzetno skromni, tako da se moramo oslanjati na svetsku praksu, koja je u poslednjih dvadesetak godina pokazala neverovatan razvoj, a posebno na globalizovanom svetskom tržištu. Tek praksi ostaje da postepeno razvija, a posebno da reguliše poslovanje berzanskih posrednika, pri čemu uvek treba imati u vidu specifičnosti jugoslovenskog privrednog sistema i našu sklonost da na svoj specifičan način primenjujemo u svetu inače dobro poznate instrumente i regule finansijskog tržišta.

Stoga je izuzetno važno da se berze i berzanski posrednici, kao očigledno glavni učesnici na finansijskom tržištu, na čelu sa Saveznom komisijom za hartije od vrednosti i Udruženjem berzi i berzanskih posrednika, još više nego do sada angažuju na ostvarivanje svojih edukativnih i konsultantskih usluga, jer se samo vrlo serioznim i dobro organizovanim radom na sticanju novih znanja i tehnika trgovanja može očekivati željeni razvoj finansijskog tržišta u Jugoslaviji, koji je osnov za aktivno uključivanje naše zemlje na međunarodno finansijsko tržište.

#### 4.2.2. Instrumenti finansijskog tržišta Jugoslavije

Iako je naše finansijsko tržište formirano još 1989.godine, kao prvo takvo tržište među socijalističkim zemljama, ono u svom dosadašnjem razvoju nije mnogo odmaklo od početne faze razvoja zbog mnogih nedaća koje su nam se u međuvremenu dešavale. Shodno ovoj konstataciji stoji činjenica da je struktura tržišnog materijala, kojim se trguje na njemu, vrlo siromašna, jer se pretežni deo trgovine obavlja kratkoročnim instrumentima, dok je učešće dugoročnih instrumenata u strukturi ukupnog prometa ostvarenog na našem finansijskom tržištu gotovo zanemarljivo. U tom smislu vrlo je bitno da emitenti prate sva zvibanja, kako na finansijskom tržištu, tako i uopšte u privrednom sistemu, pre donošenja odluke o vrsti hartije koju će emitovati, posebno efekata, jer se uspeh emisije vezuje za aktuelne uslove na tržištu i mogućnosti hartije da u datim uslovima ispolji svoje karakteristike.

Ukupnost uslova koji vladaju na finansijskom tržištu SRJ, a posebno na tržištu kapitala, ogleda se kroz sledeće bitne odrednice:

- tržište kapitala u Jugoslaviji može se smatrati nerazvijenim, tako da prema njemu treba usmeriti brojne aktivnosti koje će dovesti do njegovog oživljavanja i razvoja,
- zakonsku regulativu koja tretira finansijske transakcije doneli su državni organi,
- obim kapitala koji se nudi ili bi mogao da bude deo ponude na tržištu kapitala je nedovoljan da zadovolji tražnju,
- kapital koji se nalazi kod stanovništva i institucija u konzervativno-rudimentarnom obliku može da odigra značajnu ulogu za razvoj tržišta kapitala, ako se pojavi na njemu,
- raspoloženje investitora, posebno stanovništva, da plasira svoj kapital postoji, s tim što je neophodno prethodno obezbediti zadovoljavajuću stabilnost privrednih i finansijskih tokova, kao i kvalitetne instrumente zaštite investitora,
- velika preduzeća ne pokazuju interes za emisiju i plasman efekata na tržištu kapitala radi obezbeđenja nedostajućeg kapitala iz prostog razloga što do njega dolaze na jednostavniji način, tj. putem zaduženja kod banaka, tako da se inicijativa u korišćenju efekata i razvoj tržišta treba očekivati od malih i srednjih preduzeća,
- finansijski posrednici treba svoju aktivnost da fokusiraju na dalje stručno osposobljavanje kadrova i poboljšanje tehničke opremljenosti, itd.

Da bi se obezbedio uspeh emisije, neophodno je da se u skladu sa tržišnim uslovima i strukturom kapitala emitenta odredi vrsta efekata, koja će svojim karakteristikama doprineti pomenutom uspehu emisije. Alternative koje stoje pred emitentom i njegovim finansijskim posrednikom su akcije i obveznice, zajedno sa svojim izvedenim oblicima.

#### ***4.2.2.1. Poslovanje kratkoročnim hartijama od vrednosti na finansijskom tržištu Jugoslavije***

Osnovne funkcije portfelja hartija od vrednosti su: dohodovna, funkcija likvidnosti i funkcija pokrića, odnosno osiguranja duga. *Dohodovna funkcija* je po značaju jednaka *funkciji likvidnosti*, a *funkcija pokrića duga* nije ništa manje važna, ali je po sadržaju vrlo jednostavna. Svodi se na to da portfelj hartija može da služi kao instrument osiguranja u međubankarskom kreditiranju, kreditnim odnosima sa centralnom bankom, i sl. Portfelj hartija u funkciji rezerve likvidnosti može da ima izuzetan značaj. Priroda izvora bankarskih sredstava i dinamika promena na njima nalaže držanje odgovarajuće likvidnosti u imovinskim oblicima, koji se mogu u kratkom roku konvertovati u gotovinska sredstva. Kratkoročna i srednjoročna dospeća u portfelju hartija prvenstveno služe kao sekundarna rezerva likvidnosti. Zavisno od stepena fluktuacije depozita i promena u tražnji kredita, veličina dela portfelja koji je u funkciji likvidnosti variraće od banke do banke. Unutar jedne banke ovo će biti manje izraženo ako je struktura portfelja maksimalno usaglašena sa zahtevima likvidnosti, dohotka i sigurnosti. Ako su oscilacije u stanjima sredstava korektno predviđene, portfelj hartija će simultano služiti i kao rezerva likvidnosti i kao oblik ulaganja privremeno slobodnih sredstava.

Za razliku od kredita kao oblika aktive, hartije od vrednosti iz portfelja mogu se lako i brlo likvidirati, tj. pretvoriti u gotovinu a da se to negativno ne odražava na odnose između banke i njenih komitenata. Međutim, postoji jedna negativna implikacija koja iz ovoga može nastupiti. Ako banka dođe u situaciju da ne može sredstvima likvidnih rezervi da prati promene u ponašanju depozita i da je stoga prinuđena da upotrebi deo portfelja, koji prethodno nije bio odgovarajuće ročno usaglašen, za obezbeđenje neophodne gotovine, tada postoji verovatnoća ostvarenja negativnih razlika u cenama prilikom transfera hartija u gotovinu. Zbog toga savremena politika portfelja uključuje i mere koje treba da spreče značajnije gubitke zbog forsiranih prodaja. Politika selekcije dospeća unutar portfelja i politika diverzifikacije instrumenata u portfelju obezbeđuju kontinuitet tokova sredstava iz portfelja za replasmane u kredite ili hartije, za kalkulisanu odstupanja u ponašanju depozita zbog povećanih dispozicija ili povlačenja sredstava depozita. S druge strane, viškovi gotovinskih sredstava, bilo da su rezultat svesnog podržavanja odgovarajućih stanja, ili da se autonomno formiraju, treba da osiguraju kontinuitet u popunjavanju kratkoročnog portfelja. Sredstva koja se oslobađaju likvidacijom kratkoročnih i dugoročnih hartija po pravilu se ili replasiraju u iste kategorije instrumenata po ročnosti ili se koriste za korekcije odnosa unutar portfelja. Prema tome, portfelj hartija se pojavljuje kao medij kojim banka obavlja funkciju održavanja sopstvene likvidnosti.

Držanje visokog nivoa gotovine kao osiguranja likvidnosti je neracionalno, a balansiranje sa graničnim veličinama može da bude vrlo rizično. Prema tome ekstremene alternative ne odgovaraju potrebama prakse. Zbog toga, portfelj hartija od vrednosti, kao instrument likvidnosti je nešto što je izuzetno afirmisano u bankarstvima razvijenih tržišnih ekonomija. Na taj način likvidnost banaka izlazi iz uskih okvira prostog održavanja gotovinskih stanja na računima banaka i prerasta u poslovnu disciplinu dublje ekonomske sadržine. Optimalni nivo gotovinskih sredstava, koji ujedno determiniše i

veličinu i promene portfelja hartija obično je predmet dveju korektura. Prvu čine zakonske obaveze - obavezne rezerve kod centralne banke i minimalna primarna likvidnost, dok se druga nameće sama po sebi, a određena je visinom potrebnih sredstava za obavljanje tekućih transakcija, stepenom predvidivosti zahteva za gotovinom, kamatnom stopom na hartije i fiksnim troškovima koji se odnose na transfer hartija u gotovinu.

Promet kratkoročnim hartijama od vrednosti u Jugoslaviji praktično je otpočeo krajem 1989.godine osnivanjem Tržišta novca, na kome se trgovalo kratkoročnim hartijama od vrednosti i žiralnim novcem. Tržište novca funkcionisalo je kao zvanična institucija novčanog tržišta, uz dozvolu NBJ. Međutim, tadašnjom regulativom nije bio regulisan postupak emisije i promet kratkoročnim hartijama, pa se promet u uslovima hiperinflacije odvijao samoregulativno. Donošenjem Zakona o hartijama od vrednosti 1995.godine i Zakona o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima 1994.godine, uređeni su sistem i odnosi na finansijskom tržištu, a time i emisija i promet kratkoročnih hartija. Polazište ovih zakona jeste da je Savezna komisija za hartije od vrednosti i finansijsko tržište osnovno regulativno telo na finansijskom tržištu Jugoslavije. U vezi sa regulacijom emisije i prometa kratkoročnih hartija naglašena je bliska saradnja Komisije, NBJ i Saveznog ministarstva finansija. Savezna komisija nadležna je za registraciju izvršene emisije kratkoročnih hartija, kao i za izdavanje dozvole za rad i kontrolu rada berzanskih posrednika. NBJ nadležna je za kontrolu poslovanja berzi u trgovini kratkoročnim hartijama i za kontrolu banaka i ostalih posrednika kojima izdaje saglasnost za obavljanje prometa kratkoročnim hartijama. Naime, emitenti su dužni da u roku od 7 dana od dana emitovanja kratkoročnih hartija dostave Komisiji sve relevantne podatke o emisiji radi upisa emisije u Registar kratkoročnih hartija od vrednosti.

Zakon o hartijama od vrednosti predviđa da se hartije od vrednosti mogu koristiti za izmirivanje obaveza prema poveriocima, kao i za davanje u zalog, radi obezbeđivanja plaćanja. Ovakve funkcije hartija moraju se urediti posebnim ugovorom, koji zaključuju dužnik, tj. imalac hartije i poverilac. Korišćenje hartija za izmirivanje obaveza podrazumeva da postoji osnovni pravni posao (kredit i sl.) i da dužnik nije u mogućnosti da izmiri dospele obaveze, obzirom da ne raspolaže likvidnim sredstvima. U ovom slučaju dužnik ima mogućnost da iz svog portfelja hartija ponudi poveriocu izmirenje dospele obaveze uručanjem kratkoročnih hartija koje se nalaze u njegovom posedu. Ugovor o izmirivanju dospelih obaveza korišćenjem hartija od vrednosti potpisuju dužnik, kao imalac hartije i poverilac, kao novi vlasnik hartije. Realizacijom ovog ugovora obavlja se primopredaja hartija, što znači da dosadašnji njihov imalac trajno otuđuje svoje hartije, pri čemu one prelaze u ruke novog vlasnika, koji je sada novi poverilac prema emitentu tekih hartija, ukoliko se radi o dužničkim hartijama.

Korišćenje hartija u cilju njihovog zalaganja, kao obezbeđenja plaćanja koristi se u međusobnim dužničko-poverilačkim odnosima, gde poverilac zahteva određeno realno obezbeđenje kao garanciju za izmirenje obaveze od strane dužnika. Ovo se realizuje zaključenjem ugovora o zalozi, gde se ugovorne strane dogovaraju o predmetu zaloge iz osnovnog pravnog posla koji se obezbeđuje na ovaj način. Pri ovome je bitno da ukupna vrednost založenih hartija pokriva osnovni dug, odnosno da je poverilac u potpunosti obezbedio svoje potraživanje. Prema tome, hartije su založene sve dok dužnik ne izmiri dug. Po izmirenju duga zalogoprimac, saglasno načinu utvrđenom u ugovoru o zalaganju hartija, iste vraća njihovom vlasniku. Ukoliko zalagodavac, tj. dužnik ne izmiri obaveze koje su obezbeđene zalaganjem hartija od vrednosti, onda zalogoprimac, tj. poverilac može da naplati svoja potraživanja njihovom prodajom. Inače, za poverioce koji se odluče da prihvate hartije, bilo kao vid izmirivanja dospelih obaveza, bilo kao predmet obezbeđenja plaćanja u vidu zaloge, bitno je da prethodno imaju informacije o emitentima tih hartija, koje podrazumevaju njihov bonitet.

Prema podacima iz dosadašnjeg poslovanja našeg finansijskog tržišta, koga reprezentuje Beogradska berza, najveće učešće u prometu imali su *zapisi*. Zapisi su specifične kreditne diskontne hartije od vrednosti koje funkcionišu na tržištu novca. Njihova primarna funkcija usmerena je na regulisanje monetarnih agregata. Naš zakonodavac je izvršio prepoznavanje blagajničkih, komercijalnih i državnih zapisa. Suština emitovanja zapisa sastoji se prevashodno u održavanju likvidnosti, kako emitenta, tako i kupca, tj. investitora, kao i za finansiranje određenih kratkoročnih potreba, kada u poslovanju emitentata dolazi do diskontinuiteta u priticanju prihoda i izmirivanju obaveza prema poveriocima. Prema pozitivnim zakonskim propisima u ulozi emitenta zapisa mogu se javiti: NBJ, banke i druge finansijske organizacije, država i republike članice i druga pravna lica (preduzeća).

**Blagajnički zapisi NBJ** su u funkciji sprovođenja i ostvarivanja monetarne politike, koja emitovanjem i povlačenjem blagajničkih zapisa reguliše količinu novca u opticaju, što primarno zavisi od ciljeva koji se žele postići u ostvarivanju monetarne politike. Na ovaj način NBJ putem operacija na otvorenom tržištu reguliše ponudu i tražnju novca na novčanom tržištu, time što emitovanjem zapisa vrši povlačenje novca iz optičaja, dok njihovom kupovinom praktično emituje novac. Emisija blagajničkih zapisa od strane NBJ vrši se na osnovu odluke koju donosi centralna banka i tom prilikom se određuju: ukupan iznos i nominalna vrednost na koju se emituje zapis, namena emisije, način emitovanja zapisa, visina i način obračunavanja i plaćanja kamate, rokovi dospeća za naplatu, itd. Inače, blagajničke zapise koje emituje NBJ mogu kupovati samo banke i druge finansijske organizacije, tako da se njihova prodaja vrši direktno u poslovnom odnosu centralne banke i navedene finansijske institucije. Ovako kupljene zapise banke i druge finansijske organizacije drže u svom portfelju i u zavisnosti od likvidnosnih potreba i politike koju centralna banka vodi na planu sprovođenja monetarne politike, mogu ih prodavati centralnoj banci. Po pravilu, prodaja zapisa NBJ vrši se na dobrovoljnoj osnovi, osim u izuzetnim slučajevima, kada to nalažu potrebe sprovođenja monetarne politike, u kom slučaju NBJ može propisati obavezu bankama i drugim finansijskim organizacijama da određeni nivo likvidnih sredstava drže u blagajničkim zapisima centralne banke. Međutim, zbog imperfektnosti našeg finansijskog tržišta NBJ nije pribegavala ovom instrumentu radi regulisanja nivoa novčane mase, već se je radije odlučivala za ostale ali manje efikasne instrumente. Ukoliko NBJ želi da zauzme centralno mesto u našem finansijskom sistemu, koje joj i pripada, onda će u budućnosti morati mnogo više da poseže za ovim instrumentom u cilju regulisanja ključnih monetarnih agregata.

U ulozi emitentata **blagajničkih zapisa** mogu se pojaviti i poslovne banke i druge finansijske organizacije. Za razliku od zapisa koje emituje NBJ, prodaja blagajničkih zapisa banaka nije ograničena, te ih stoga mogu kupovati sva pravna i fizička lica. Emitovanje blagajničkih zapisa od strane banaka u funkciji je prikupljanja novčanih sredstava od suficitarnih subjekata, koji su zainteresovani za kupovinu ovih hartija zbog atraktivne kamatne stope. Cena blagajničkih zapisa u primarnoj prodaji izračunava se po sledećoj formuli:

$$BZp = \frac{BZn}{1 + \frac{p}{100} \times \frac{d}{365}}$$

gde je:

- BZp - diskontna, tj. prodajna vrednost blagajničkih zapisa,
- BZn - nominalna vrednost blagajničkih zapisa,
- p - kamatna stopa koju nosi blagajnički zapis i
- d - broj dana na koji je blagajnički zapis emitovan.

Prodajom blagajničkih zapisa na finansijskom tržištu banka dolazi do likvidnih sredstava, čime jača svoju depozitnu funkciju. Ovi zapisi su u funkciji sprovođenja politike refinansiranja, koju realizuje NBJ, time što ih može u okviru reeskontnih kontigenata kupovati od banaka, odnosno vršiti njihovu prodaju. Mesto i uloga centralne banke u operacijama kupovine i prodaje blagajničkih zapisa banaka, ogleda se u tome što ona putem ovih transakcija daje i povlači kratkoročne kredite u okviru kontigenata za refinansiranje aktivnosti na području regulisanja količine novca u opticaju. Prodaju blagajničkih zapisa banke obavljaju na svojim šalterima. Poštovanje finansijske discipline od strane emitenta je primarno za sticanje poverenja u poslove sa hartijama od vrednosti. Inače, vlasnik zapisa može isti držati do roka dospeća, ali može ga koristiti i za plaćanje svojih dospelih obaveza ili kao zalogu pri uzimanju kredita ili nekim kupovinama, pod uslovom da se sa tim saglasi prodavac. Prema tome, blagajničkim zapisima banaka i drugih finansijskih organizacija može se slobodno trgovati i na primarnom i na sekundarnom tržištu novca. Ovim instrumentom aktivno se trgovalo u protekloj dekadi, što se može videti iz podataka datih u sledećoj tabeli.

Tabela 37: Učešće blagajničkih zapisa banaka u ukupnom prometu ostvarenom na Beogradskoj berzi

Godina	Blagajnički zapisi banaka
1993.	40.4 %
1994.	27.0 %
1995.	preko 50.0 %
1996.	5.0 %
1997.	2.0 %
1998.	1.0 %
1999.	manje od 1.0 %
2000.	8.0 %

Izvor: Godišnji izveštaj Beogradske berze za 1993., 1994., 1995., 1996., Bilten Beogradske berze br. 26/98, 38/99, 50/2000 i 57/ 2000.

**Komercijalni zapisi**, koje emituju pravna lica, odnosno svi subjekti koji nisu banka ili druga finansijska organizacija, su u funkciji obezbeđenja potrebnih sredstava za namene koje ovi emitenti utvrde odlukom o emisiji. U odnosu na potrebe pravnih lica, emitovanje komercijalnih zapisa mora da obezbedi takvo upošljavanje prikupljenih sredstava po ovom osnovu, tako da omogući kupcima zapisa vraćanje, kako glavnice, tako i kamate, koja mora biti atraktivna.

Komercijalni zapisi mogu da se prodaju na primarnom tržištu direktno kupcima ili se njihova prodaja može realizovati na šalterima banaka ili posredstvom berzanskih posrednika. Komercijalni zapisi pravnih lica su od izuzetnog značaja, ukoliko se ima u vidu zakonska zabrana da se pravna lica ne mogu baviti kreditnim poslovima, odnosno da ne mogu davati kredite. Na ovaj način, emitovanjem komercijalnih zapisa pravna lica su u mogućnosti da do određenih sredstava dođu i od nebankarskih institucija, čime se mobilišu slobodna sredstva na finansijskom tržištu. Komercijalni zapisi pripadaju najeksploatisanijoj vrsti instrumenata na našem finansijskom tržištu, što se jasno vidi iz podataka prikazanih u tabeli 38.

Tabela 38: Učešće komercijalnih zapisa preduzeća i komercijalnih zapisa Direkcije za robne rezerve RS u ukupnom prometu ostvarenom na Beogradskoj berzi

Godina	Komercijalni zapisi preduzeća	Kom.zapisi Direkcije za robne rezerve RS
1993.	55.00 %	/
1994.	71.00 %	/
1995.	manje od 50.00 %	/
1996.	35.00 %	15.00 %
1997.	31.00 %	2.00 %
1998.	25.00 %	/
1999.	17.00 %	1.00 %
2000.	76.00 %	/

Izvor: Godišnji izveštaji Beogradske berze za 1993., 1994., 1995. i 1996., Bilten Beogradske berze br.26/98, 38/99, 50/2000 i 57/2000.

*Državne zapise* emituju nadležni državni organi. Zbog operativnosti, koja je neophodna u realizaciji potreba za emitovanjem državnih zapisa, odluku o njihovoj emisiji donose: za saveznu državu Savezna vlada, a za republike članice vlade republika. Primarni cilj emitovanja državnih zapisa je premošćavanje vremenske neusklađenosti između priticanja prihoda i izvršavanja rashoda saveznog budžeta i budžeta članica. Obaveze koje navedeni budžeti preuzmu po osnovu emitovanja državnih zapisa moraju se izmiriti do kraja budžetske godine, odnosno do 31. decembra tekuće godine i ne mogu se prenositi kao obaveza u budžet za narednu godinu. Kupci ovih zapisa mogu biti pravna i fizička lica. Zbog posebnog položaja države, koja se ne može direktno javiti kao prodavac zapisa na tržištu, njihova prodaja se realizuje posredstvom banaka, drugih finansijskih organizacija ili berzanskih posrednika. Najracionalnije rešenje bilo bi da se celokupna emisija otkupi od strane navedenih subjekata, pa da oni vrše sekundarnu prodaju državnih zapisa.

Na finansijskom tržištu trguje se različitim vrstama *obveznica*. Naš zakonodavac razlikuje sledeće vrste obveznica:<sup>351</sup>

- garantovane, negarantovane obveznice i hipotekarne založnice,
- dugoročne i kratkoročne,
- obveznice sa kamatom isplativom odjednom (obveznice bez kupona) i obveznice sa kamatom isplativom u više kamatnih perioda (obveznice sa kuponom),
- obveznice sa fiksnom i obveznice sa promenljivom, tj. varijabilnom kamatnom stopom,
- jednokratne obveznice i obveznice u ratama, odnosno obveznice u anuitetima,
- participativne i zamenljive, tj. konvertibilne obveznice.

Od opredeljenja emitenta na koji rok će emitovati obveznice zavisi da li je potrebno odobrenje za takvu emisiju ili nije. Ako se opredelio za emisiju obveznica na rok preko godinu dana potrebno je da pre emitovanja takvih obveznica dobije saglasnost od Savezne komisije za hartije od vrednosti i finansijsko tržište, međutim, ako se opredeljuje za emisiju obveznica na rok do godinu dana, emitent je obavezan da o takvoj emisiji obavesti Saveznu komisiju i da dostavi propisane podatke u roku od sedam dana od dana njihove emisije. Da bi obveznica imala svojstvo hartije od vrednosti ona mora da sadrži sve

<sup>351</sup> Član 33. Zakona o hartijama od vrednosti, Službeni list SRJ br. 26/95

elemente koje je Zakon propisao i treba da bude štampana na način koji sprečava njeno falsifikovanje. Obveznica se sastoji iz dva dela: plašta obveznice i kamatnih kupona. Plašt obveznice ima lice i naličje, koji se međusobno razlikuju. *Lice plašta obveznice* sadrži:

- oznaku da je obveznica i vrstu obveznice,
- firmu, odnosno naziv i sedište emitenta,
- firmu, odnosno ime kupca obveznice, ako je na ime ili oznaku da obveznica glasi na donosioca,
- nominalnu vrednost obveznice,
- naziv garanta, ako se radi o garantovanoj obveznici,
- visinu kamatne stope,
- procenat učešća u dobiti, ako je to učešće predviđeno,
- rokove i mesto plaćanja nominalne vrednosti obveznice i kamate,
- mesto i datum emisije,
- oznaku serije i kontrolni broj obveznice,
- faksimil potpisa ovlašćenog lica emitenta i pečat emitenta obveznice,
- oznaku rokova plaćanja nominalne vrednosti obveznice i kamate, odnosno anuiteta (amortizacioni plan).

Na naličju obveznice unose se osnovni elementi iz odluke o emisiji.

*Kamatni kupon* obveznice sadrži:

- oznaku serije i broj kupona,
- visinu kamate,
- datum dospeća i mesto i način plaćanja kamate,
- faksimil potpisa ovlašćenog lica i pečat emitenta.

Na tržištu novca trguje *se kratkoročnim obveznicama*. Emitenti ovih obveznica mogu biti preduzeća, banke, država, republika članica, opština, grad i drugo pravno lice. Emitenti obveznica su u mogućnosti da obveznice prodaju direktno kupcima ili da ove transakcije obavljaju preko berzanskih posrednika. Primarna i sekundarna trgovina obveznicama može se obavljati na berzi ili u okviru vanberzanskog tržišta.

Tabela 39: Učešće kratkoročnih obveznica u ukupnom prometu ostvarenom na Beogradskoj berzi

Godina	Obveznice SRJ	Obveznice NBJ	Obveznice preduzeća	Obveznice banaka	Obvez. Rep. Fonda PIO
1993.	4.6 %	/	/	/	/
1994.	2.0 %	/	/	/	/
1995.	/	/	/	/	/
1996.	/	44.0 %	/	/	/
1997.	15.0 %	38.0 %	/	/	/
1998.	24.0 %	45.0 %	/	/	2.0 %
1999.	48.0 %	6.0 %	19.0 %	5.0 %	/
2000.	8.0 %	/	2.0 %	1.0 %	/

Izvor: Godišnji izveštaji Beogradske berze za 1993., 1994., 1995., i 1996., Bilten Beogradske berze br. 26/98, 38/99, 50/2000 i 57/2000.

Kao emitenti *državnih obveznica* javljaju se vlade pojedinih zemalja. Osnovni cilj emitovanja ovih obveznica je obezbeđenje sredstava za funkcionisanje države, finansiranje velikih projekata od javnog interesa, sprovođenje privredne reforme ili za regulisanje

spoljnih dugova. Privlačne su za investitore koji već imaju visoko poresko opterećenje, jer kamata nije predmet oporezivanja. Sa sobom, obično, nose određene poreske beneficije. Kao što vidimo iz prethodne tabele tokom svih ovih godina funkcionisanja Beogradse berze, SRJ je konstantno bila prisutna na njoj i to sa značajnim učešćem. Ovde treba naglasiti da je reč o isključivo kratkoročnim državnim obveznicama. Značajno učešće svih ovih godina beležile su i *obveznice NBI*. Primarni cilj njihovog emitovanja bilo je obezbeđenje novčanih sredstava za krizne datume u toku meseca ili kvartala a u cilju prevazilaženja likvidnosnih problema. Po pravilu reč je o diskontnim hartijama, jer se kamata isplaćuje o roku dospeća. Spadaju u kategoriju hartija visokog stepena sigurnosti. Iz tabele se, takođe, vidi da se poslednjih godina javljaju i obveznice ostalih emitenata, kao što su : preduzeća, banke, Direkcija za robne rezerve RS, Republički fond za P.I.O., itd. Njihovo učešće u ukupnom prometu je vrlo skromno, ali je od velike važnosti što dolazi do povećanja asortimana hartija, koje su predmet ponude i tražnje na Beogradskoj berzi.

Od ostalih kartkoročnih hartija kojima se je trgovalo na Beogradskoj berzi treba pomenuti još i *certifikate o depozitu*. Ovu hartiju emituju banke. Zadovoljavajuća kamata i mogućnost prodaje pre ugovorenog roka dospeća doprinose atraktivnosti depozitnih certifikata na novčanom tržištu i visokim mobilizatorskim odlikama u oblasti formiranja bankarskih izvora. U odnosu na oročene depozite i druge instrumente novčanog tržišta, depozitni certifikat ima brojne prednosti, koje se ogledaju u tome što on obezbeđuje:

- prenosivost depozita, tj. veću likvidnost deponenata,
- mogućnost da se sredstva deponuju po većoj kamatnoj stopi,
- mogućnost bankama da upravljaju svojom pasivom,
- manji kreditni rizik.

Nedostaci depozitnog certifikata su u većim troškovima koje bankama nameće njihovo izdavanje, kao i nešto niža kamata u odnosu na određene vrste oročenih depozita, što nadoknađuje veća likvidnost koju depozitni certifikat ima u poređenju sa takvim depozitima.

Pri Berzi postoji Komisija za kratkoročne hartije od vrednosti, koja vrši razvrstavanje kratkoročnih hartija na listu A , B ili C, u zavisnosti od kvaliteta same hartije. Na listi A nalaze se samo obveznice SRJ, sa prosečnim rokom dospeća od 90 dana. Na listi C nalaze se komercijalni zapisi, certifikati o depozitu i obveznice preduzeća(ova lista data je u Prilogu 4).

Kao što se može videti struktura kratkoročnih hartija od vrednosti kojima se trguje na finansijskom tržištu je relativno zadovoljavajuća na ovom stepenu razvoja, međutim, obim transakcija, broj transakcija i ostali pokazatelji kvantiteta i kvaliteta funkcionisanja finansijskog tržišta nisu zadovoljavajući. Radi poboljšanja ovih pokazatelja neophodno je obezbediti određene pretpostavke, kao što su: poboljšanje likvidnosti preduzeća i banaka, ukidanje neregulisanog formiranja novca u odnosima između preduzeća, prestrukturiranje bankarskog sektora, itd.

#### ***4.2.2.2. Osnovni problemi na tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti i predlozi za njihovo rešenje***

Polazeći od generalne ocene da jugoslovensko tržište kratkoročnih hartija od vrednosti ne poseduje odgovarajuću dubinu i širinu uz simbolično prisustvo sekundarne trgovine. Mali broj i siromašna struktura tržišnih učesnika je kompatibilna obimu prometa. Iz dosadašnje prakse funkcionisanja novčanog tržišta uočeni su sledeći problemi:

- veliki obim prometa odvija se na slobodnom vanberzanskom tržištu, što u našim sadašnjim uslovima predstavlja opasnost da se finansijska nedisciplina i pravna nesigurnost



prenesu na poslovanje kratkoročnim hartijama od vrednosti i da se rašire špekulacije na štetu investitora, što bi moglo da diskredituje napore ka uspostavljanju poverenja u institucije i mehanizme finansijskog tržišta. Pored toga, na vanberzanskom tržištu u direktnom sučeljavanju ponude i tražnje postoji mogućnost da se podstiče promet radi sticanja provizije, obavlja trgovina na kredit, ili čine fiktivne transakcije i druge špekulativne radnje koje mogu da ugroze rad finansijskog tržišta, što bi trebalo da bude predmet posebne kontrole,

- mali broj kvalitetnih emitenata i sužen asortiman finansijskih instrumenata. Uprkos mogućnostima koja daju zakonska rešenja, emitenti se teško odlučuju na emisiju novih hartija kojima bi se trgovalo na finansijskom tržištu,

- nedovoljan broj registrovanih berzanskih posrednika, s obzirom na veličinu finansijskog tržišta i broj potencijalnih emitenata i investitora. Zbog takve situacije na Berzi, preko brokerskih kuća sve transakcije obavljaju isključivo pravna lica, dok se fizička lica, tj. stanovništvo ne pojavljuje u ulozi investitora,

- visok stepen disperzije trgovanja, s obzirom da je u zakonskim rešenjima prisutna mogućnost i vanberzanske trgovine, tako da značajan broj brokerskih i brokersko-dilerskih kuća upravo radi po principu berze, uparavajući ponudu i tražnju, čime se značajno smanjuje transparentnost tržišta i mogućnost realnog sagledavanja odnosa ponude i tražnje za hartijama,

- neefikasnost postojećih instrumenata obezbeđenja plaćanja značajno ograničava rad Berze, što reflektuje u neodgovarajućoj zaštiti investitora u prometu kratkoročnim hartijama,

- izuzetno niska likvidnost tržišta u smislu disproportije između ponude i tražnje, brzine izvršenja transakcija i mogućnosti prelaska iz jednog u drugi oblik aktive. To ilustruje činjenica da se na tržištu često javlja bilo višak novca, bilo povećana ponuda hartija, tj. tražnja novca, kao i neusklađenost deviznih, robnih i novčanih transakcija,

- izuzetno kratki rokovi dospeća emitovanih hartija, koji se u proseku kreću od 7 - 60 dana, što je jedan od osnovnih razloga što kod nas ne postoji sekundarna trgovina hartijama,

- nizak stepen informisanosti o nivou zaduženosti, performansama i razvojnim perspektivama emitenata, zbog neiznošenja informacija u javnost o osnovnim pokazateljima poslovanja, pre svega, preduzeća i banaka, kao emitenata kratkoročnih hartija,

- sistem kontrole poslovanja na Berzi još uvek nije zadovoljavajući,

- nepostojanje korelacije između različitih nivoa kamatnih stopa koje egzistiraju na našem finansijskom tržištu ( kamatna stopa na obveznice raznih emitenata, kamatne stope na međubankarskom tržištu, kamatne stope na slobodnom finansijskom tržištu). Generalno gledano kamatne stope su realno pozitivne, ali i izuzetno visoke kada su u pitanju komercijalni plasmani. Visoke kamatne stope posledica su visokog rizika plasmana,

- uočavaju se negativne pojave u trgovini, tj. dolazi do smanjenja trgovine kratkoročnim hartijama na račun porasta trgovine žiralnim novcem. Razloge za to ne treba tražiti u "gubitku" vremena neophodnog za registraciju emisije, već u "bežanju" na teren bez bilo kakve kontrole,

- svi berzanski posrednici još uvek nisu ispoštovali zakonsku obavezu i dostavili Komisiji izveštaje o radu i predlog tarife o visini provizije za pružanje svojih usluga.

Kao što se iz napred navedenih nedostataka i problema vidi, neophodno je preduzeti čitav niz mera kako bi se unapredilo poslovanje na novčanom tržištu, a posebno na njegovom segmentu gde se obavlja trgovina kratkoročnim hartijama od vrednosti. Neke od tih mere mogle bi biti sledeće:

- u cilju zaštite investitora u kratkoročne hartije od vrednosti potrebno je da NBJ u kontinuitetu ima aktivan odnos prema vršenju svoje kontrolne funkcije na području

trgovine kratkoročnim hartijama. Takođe, Savezna komisija za hartije od vrednosti i finansijsko tržište, kao nacionalno regulatorno telo opredeljena je da permanentno prati stanja i kretanja na području emisije, registracije i trgovine hartijama i da ostvaruje svoju kontrolnu funkciju u skladu sa važećim propisima, kao i da periodično objavljuje svoje nalaze i ocene o uočenim problemima, pojavama i tendencijama, sa osnovnim ciljem da se investitori upozore na moguće rizike vezane za operacije koje se obavljaju sa hartijama;

- neophodno je obavezati emitente da prilikom registracije emisije obaveštavaju Komisiju o uspešnosti prodaje registrovanih emisija, kako bi se stekao dodatni uvid u ukupan promet i pojedinačnu realizaciju emisije, a one emitente koji se ne pridržavaju tih pravila rigorozno sankcionisati ;

- neophodno je izgraditi jedinstven informacioni sistem o prometu kratkoročnih hartija kako bi se omogućio svakodnevni monitoring promena u koji bi bili uključeni berze, berzanski posrednici i Komisija;

- treba nastojati da se u ovoj fazi razvoja našeg novčanog tržišta trgovina kratkoročnim hartijama odvija u što većoj meri na berzama kroz učešće berzanskih posrednika, čime bi se omogućila veća sigurnost poslovanja, javnost rada i efikasnija alokacija sredstava. Da bi se to obezbedilo neophodno je da funkcionise efikasan sistem zaštite investitora na berzi, kao i da transakcioni troškovi budu niski;

- neophodno je da NBJ propiše minimalne kriterijume za trgovinu žiralmim novcem;

- država putem poreskih i drugih olakšica treba da podstiče osnivanje i rad specijalizovanih i drugih učesnika u poslovima oko emisije i trgovine kratkoročnim hartijama. Ovo se posebno odnosi na postojeće banke, koje su sada marginalni učesnici na finansijskom tržištu. Pored toga, poreska politika mora biti stimulatívna za ulaganje i promet kratkoročnim hartijama od vrednosti;

- obezbediti da emitent preko svog posrednika dostavi izjavu o ukupnoj zaduženosti u momentu podnošenja zahteva za listing, plan priliva sredstava, instrumente obezbeđenja, kao i ostalu dokumentaciju koja će omogućiti potpunije sagledavanje zahteva emitenta;

- obezbediti širi asortiman ponude hartija, kako bi se što veći broj kupaca uključio u proces investiranja (obveznice republika sa poreskim olakšicama, obveznice javnih preduzeća, municipalne obveznice, itd.);

- u budućem periodu neophodno je poboljšati kvalitet hartija, produžavanjem rokova dospeća, centralizovanjem trgovanja i ograničavanjem emisija za pojedine emitente;

- omogućiti brokerskim i dilerskim kućama da mogu da rade kao agenti, tj. u svoje ime a za tuđ račun, što sada nije dozvoljeno pozitivnim propisima;

- standardizovati emisije hartija i njihovu apoensku strukturu, kako bi se učinile atraktivnijim za širi krug učesnika;

- utvrditi principe informisanja javnosti, odnosno javnog objavljivanja podataka o obimu i uslovima emisije, primarnoj prodaji i cenama hartija u sekundarnoj prodaji po pojedinačnim hartijama.

Ovo su samo neke od mera koje je neophodno preduzeti radi uspostavljanja sekundarne trgovine na tržištu kratkoročnih hartija, koja podrazumeva promet širokog spektra kratkoročnih hartija po vrsti i ročnosti uz stabilne cene hartija i niske berzanske troškove. Za kreiranje stalnog likvidnog sekundarnog tržišta neophodno je omogućiti koncentraciju slobodnih novčanih sredstava na Berzi, potrebno je da NBJ putem operacija na otvorenom tržištu i drugim instrumentima monetarne regulacije održava adekvatnu likvidnost bankarskog sistema, tj. da reguliše ponudu i tražnju na novčanom tržištu i nužno je u predstojećem periodu otkloniti uzroke nelikvidnosti banaka i preduzeća

revitalizacijom bankarskog sistema, privatizacijom, povećanjem proizvodnje i izvoza i poštovanjem finansijske discipline.

#### **4.2.2.3. Poslovanje dugoročnim hartijama od vrednosti - mogućnosti i ograničenja**

Kada je reč o dugoročnim hartijama od vrednosti, alternative koje stoje na raspolaganju emitentu i njegovom posredniku jesu akcije i obveznice sa njihovim izvedenim oblicima. Odluku o vrsti efekata donosi nadležni organ emitenta, ali na osnovu razmene informacija sa svojim posrednikom. Naime, činjenica da u konkretnim uslovima različiti efekti imaju različite izgleda na uspeh, finansijski posrednik je u obavezi da, između ostalog, daje savete o vrsti efekata koji će emitent ponuditi na tržištu. Postoji mogućnost da su mišljenja posrednika i emitenta identična ali i mogućnost da se ona ne podudaraju. Verovatnoća nepodudarnosti mišljenja u pogledu vrste efekata na razvijenim tržištima kapitala su minimalna, gotovo nemoguća, dok je mogućnost nepodudaranja mišljenja između emitenta i posrednika na nerazvijenim tržištima kapitala prilično izvesna.

Suštinske karakteristike **akcije**, kao dugoročne hartije od vrednosti, koje je razlikuju od ostalih hartija, prevashodno od obveznica, su sledeće:

- akcije svojim vlasnicima ne obezbeđuju unapred poznat i zagaranтовan prinos, već njihov prinos zavisi od rezultata rada privrednog subjekta i odluke skupštine akcionara o raspodeli profita, odnosno ostvarene dobiti,
- kapital emitenta jednak je ili se povećava za iznos nominalne vrednosti akcija, dok se rezervni fond akcionarskog društva uvećava za iznos akcija, tj. smanjuje se za iznos disažia,
- akcije svojim imalocima obezbeđuju ostvarivanje nematerijalnih prava (pravo učešća u radu skupštine akcionara, pravo odlučivanja i pravo dobijanja svih poslovnih informacija) i materijalna prava ( pravo na dividendu, pravo preče kupovine mladih akcija, tzv. mladica i pravo na deo likvidacione mase),
- akcije su vrlo pogodan instrument zaštite od inflatornih kretanja, jer se vrši tržišna revalorizacija imovine akcionarskog društva mehanizmom cena.

Dobra strana akcija sa stanovišta emitenta ogleda se u nepostojanju njegove obaveze da uloženi kapital vrati investitoru, već da im se periodično i to srazmerno nominalnoj vrednosti akcija isplaćuje dividenda na ostvareni rezultat. Međutim, ova karakteristika je poznata i investitorima, pa je logično očekivati da će u ove efekte svoj kapital plasirati oni investitori koji procenjuju rejting emitenta kao visok i koji očekuju poslovni uspeh preduzeća. Ovaj povećani rizik investitori pokušavaju da nadomeste svojom upravljačkom aktivnošću. Raspoloženje investitora za ulaganje u akcije u uslovima nerazvijenog tržišta kapitala znatno je redukovana usled nepredvidivosti privrednih i finansijskih kretanja. Osim toga, slab i neadekvatan rejting najvećeg broja preduzeća stvaraju nedovoljno raspoloženje kod investitora da ulažu u akcije, tako da u tim uslovima prednosti akcija koje se ogledaju u nematerijalnim pravima ne mogu da budu i nisu imperativ investitorima.

Prema našim pozitivnim zakonskim propisima pojam emitovanja akcija može se posmatrati u svom širem i užem značenju. U širem smislu, emitovanje akcija obuhvata sve aktivnosti koje se sprovode radi ponude akcija potencijalnim kupcima. Ukupan postupak u vezi s ponudom akcija jednog preduzeća podrazumeva sledeće etape:

- pripremne aktivnosti kod preduzeća-emitenta koje se obavljaju sve do donošenja odluke o emisiji akcija,
- podnošenje zahteva Saveznoj komisiji za davanje odobrenja za emisiju, uz

- propisanu dokumentaciju,
- dostavljanje rešenja Savezne komisije o davanju odobrenja ili o odbijanju zahteva za emisiju,
- upućivanje javnog poziva za upis i kupovinu akcija,
- upis i prodaja akcija,
- štampanje akcija ili obustava emisije,
- upis povećanja kapitala, uz podelu akcija vlasnicima koji su ih uplatili.

Emitovanje akcija obuhvata sve ove aktivnosti, mada se u užem smislu emisija akcija često odnosi samo na upućivanje javnog poziva i distribuciju akcija. Pitanje uspešnosti emisije akcija mora da bude precizirano i javnim pozivom za upis, tj. prospektom. Kod simultanog osnivanja, tj. otkupa svih akcija pri osnivanju bez upućivanja javnog poziva, nema uspele ili neuspele emisije, već samo postoji uspelo ili neuspelo osnivanje. Drugačija je situacija kod sukcesivnog osnivanja akcionarskog društva, jer se emisija osnivačkih akcija obavlja putem javnog poziva svim zainteresovanim kupcima, tako da se može govoriti o uspehoj i neuspehoj emisiji akcija. Prema tome, samo je obim prodatih akcija kriterijum za ocenu uspešnosti emisije. Ukoliko sve emitovane akcije nađu svoje kupce, emisija je uspela, što znači da se može pristupiti upisu kapitala kod registracionog suda i podeli akcija. Ukoliko, međutim, sve emitovane akcije nisu prodate, emisija je neuspela, pri čemu je emitent dužan da obustavi sve dalje aktivnosti po tom osnovu.

Prema Zakonu o svojinsoj transformaciji, preduzeća u procesu svojinso transformacije izdaju obične akcije. Međutim, akcije koje preduzeće u postupku svojinso transformacije, pre sticanja akcija u prvom krugu, izdvoji i prenese Republičkom fondu za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih, akcije koje preduzeće nije prodalo do isteka roka iz javnog poziva za upis i prodaju akcija u drugom krugu transformacije, koje preuzima Akcijski fond i upisane akcije sa popustom od čije uplate su upisnici odustali, koje takođe preuzima Akcijski fond, imaju svojstvo prioritetnih participativnih akcija bez prava upravljanja. Ove akcije daju pravo, osim na utvrđenu prioritetnu dividendu, i na isplatu dividende koja pripada imaoeu obične akcije. Između akcija koje su emitovane kao prioritetne akcije i akcija sa svojstvom prioritetnih participativnih akcija postoje sledeće razlike:<sup>352</sup>

- prioritetne akcije emituju se u skladu sa Zakonom i čine posebnu emisiju ili seriju u okviru emisije, dok se akcije sa svojstvom prioritetnih participativnih akcija ne izdaju u posebnoj emisiji, tj. seriji. To su akcije druge klase, tj. obične akcije, kojima je zakonom dato svojstvo prioritetnih participativnih akcija,

- o izdavanju prioritetnih akcija donosi se odluka koja sadrži sve elemente odluke o izdavanju akcija po Zakonu o hartijama od vrednosti, dok se o akcijama sa svojstvom prioritetnih participativnih akcija ne donosi posebna odluka o izdavanju takvih akcija, nego oduka o izdavanju i prodaji običnih akcija, koje u određenim slučajevima, pod određenim uslovima i u izvesnom broju mogu imati svojstvo prioritetnih participativnih akcija,

- za prioritetne akcije se već prilikom donošenja odluke o izdavanju akcija zna broj akcija koje se emituju i njihova ukupna nominalna vrednost, dok se za prioritetne participativne akcije to ne zna. Zna se samo broj i nominalna vrednost dela tih akcija koje pripadaju Republičkom fondu za penzijsko i invalidsko osiguranje,

- prioritetne akcije mogu se izdavati do najviše 49% osnovnog kapitala akcionarskog društva, dok akcije sa svojstvom prioritetnih participativnih akcija mogu imati ukupnu nominalnu vrednost veću od toga,

---

<sup>352</sup> Vučetić Veljko, Akcije sa svojstvima prioritetnih participativnih akcija, Financing br.10/99, Financing centar, Novi Sad, 1999., str. 42-43

- prioritetne akcije imaju trajan karakter, dok akcije sa svojstvom prioritetnih participativnih akcija imaju privremeni karakter i to svojstvo zadržavaju samo dotle dok pripadaju određenim subjektima.

Akcije izdate u postupku svojinske transformacije koje imaju svojstvo prioritetnih participativnih akcija mogu biti:

- bez prava upravljanja,
- sa pravom upravljanja i
- sa pravom upravljanja na određeno vreme.

Iako je emisionu fazu tržišta hartija od vrednosti do sada prošlo više milijardi dolara emisija akcija, činjenica je da je obim trgovine ovim instrumentom na Beogradskoj berzi gotovo beznačajan (Tabela 40). Razloga za ovakvo stanje ima mnogo, a jedan od primarnih je nerealno iskazan obim emisije akcija u odnosu na realnu tržišnu vrednost imovine akcionarskih društava, pri čemu o realnoj tržišnoj vrednosti ne možemo govoriti bez postojanja i funkcionisanja sekundarnog tržišta kapitala. Za Jugoslovensko tržište kapitala karakteristično je da postoji u veoma nepovoljnim sistemskim uslovima. Pre svega, mislimo na neprimeren vlasnički ambijent, gde dominantno učešće imaju društvena i državna svojina.

Tabela 40: Učešće akcija u ukupnom prometu ostvarenom na Beogradskoj berzi

Godina	Akcije
1997.	7.00 %
1998.	2.00 %
1999.	5.00 %
2000.	4.00 %

Izvor: Bilten Beogradske berze br. 26/98, 38/99, 50/2000 i 57/2000.

Pri Berzi postoji Komisija za kotaciju efekata, koja razvrstava akcije na jedan od tri listinga: Listing A, B ili C, pri čemu ne vrši proveravanje podataka iznetih u prospektima, već za tačnost podataka odgovaraju sami emitenti. Akcijama koje se nalaze na listingu A i B može se trgovati na Berzi ili u okviru regulisane vanberzanske trgovine, dok se akcijama sa listing C ( na ovom listingu se nalaze sve akcije iz procesa privatizacije) može trgovati samo u okviru slobodnog vanberzanskog tržišta.

U cilju unapređenja poslovanja neophodno je preduzeti brojne meri i obezbediti određene preduslove, kao što su:

- ubrzanje procesa privatizacije, kako bi se obezbedila adekvatna ponuda akcija,
- prestrukturiranje privrede i njeno postavljanje na "zdrave nove",
- pridržavanje principa "tvrdog budžetskog ograničenja",
- uređenje problematike iskazivanja poslovnih rezultata preduzeća i revizije tih iskaza, jer bez tačnih podataka tržište kapitala nema smisla,
- uređenje modaliteta zaduživanja države na tržištu kapitala i tzv. operacija na otvorenom tržištu,
- definisanje ciljeva i mera monetarne i fiskalne politike, jer bez njih nema finansijske sigurnosti na tržištu kapitala,
- obezbeđenje kvalitetne kadrovske strukture za obavljanje specijalističkih poslova vezanih za funkcionisanje tržišta kapitala,
- liberalna zakonska regulativa u oblasti emitovanja eksternih hartija od vrednosti i njihovog prometa,
- obezbeđenje zakonske zaštite učesnika na tržištu kapitala, prevashodno investitora,

- strogo sankcionisanje prekršioca finansijske discipline,
- jasno i precizno regulisanje pitanja insajder informacija, itd.

Jedno je sigurno, a to je da ovo neće biti nimalo lak i kratkotrajan proces s obzirom na složenost situacije u kojoj se nalazimo i s obzirom na činjenicu da od svih ovih preduslova, na neki način, je jedino zakonska regulativa obezbeđena, mada će i tu biti određenih izmena koje će se primarno ticati svojinske transformacije.

**Obveznice** predstavljaju instrument obezbeđenja zajmovnog kapitala. Njihove najznačajnije karakteristike su sledeće:

- one svojim vlasnicima nude zagarantovani prihod u obliku kamate, bez obzira na poslovanje emitenta,
- isplata prinosa na obveznice u vidu kamate, najčešće, se isplaćuje polugodišnje, uz podnošenje dospelih kamatnih kupona,
- one omogućavaju vlasnicima da se sa obvezničkim kuponima pojave na tržištu novca,
- prihod od obveznica nije zaštićen od uticaja inflatornih kretanja.

Karakteristika da obveznice nemaju zaštitu od uticaja inflacije, tj. da inflacija obezvređuje i uloženi iznos i kamatu, u potpunosti se ispoljava u našim uslovima i značajno umanjuje mogućnost odluke investitora da plasira svoj kapital u ovu vrstu efekata. Slično kao i u zemljama sa razvijenim tržištem kapitala i u Jugoslaviji su vlasnici obveznica izloženi višestrukim rizicima. Prvi od njih je *kreditni rizik* koji predstavlja verovatnoću da dužnik neće isplatiti kamatu i glavnicu na vreme i u punom iznosu. Ova vrsta rizika, posebno je zastupljena u Jugoslaviji, zato što je kod nas široko prisutna finansijska nedisciplina. Drugi značajan rizik je *tržišni rizik ili rizik kamatne stope*, jer investitora interesuje realna kamatna stopa u koju je ugrađen projektovani rast cena. S obzirom da je kod nas teško predvideti kretanje kamatne stope, a nema razvijenog sekundarnog tržišta na kome obveznice mogu lako da se prodaju, potencijalni investitori ne žele da rizikuju vezujući novac na iole duži rok. Potencijalni vlasnici obveznica u Jugoslaviji izloženi su velikom *inflacionom riziku*, jer je inflacija postala imanentan deo naše ekonomske stvarnosti. Usled prevelikog rizika ulaganja u ovu vrstu efekata, te stoga i velike nezainteresovanosti investitora za ulaganje u ovaj oblik aktive, na našem finansijskom tržištu ne postoji trgovina dugoročnim, već isključivo kratkoročnim obveznicama. Ovakva situacija će biti prisutna sve dotle dok se nivo rizika za ulaganje u dugoročne obveznice ne svede na razumljiv, tj. prihvatljiv nivo za investitore.

Uzimajući sve navedeno u obzir možemo konstatovati da je očekivano raspoloženje investitora, posmatrano u globalnim, tj. svetskim razmerama, za investiranje u obveznice veće u odnosu na akcije, a sve zbog garantovanog i unapred poznatog prinosa, veće mogućnosti slobodnog raspolaganja imovinom i postojanja nešto veće finansijske pismenosti investitora, posebno stanovništva, u pogledu transakcija sa obveznicama. Činjenica da je raspoloženje za obveznice realno veće, nažalost, nije dovoljan argument da se ova vrsta efekata može proglasiti u potpunosti podobnim instrumentom za poslove emisije i plasmana u SRJ. Naime, nestabilnost privredne i finansijske situacije i stalno prisutna inflacija ne dozvoljavaju potpunu afirmaciju pozitivnih karakteristika obveznica, kao vrste efekata. Sve to govori da se pogodna vrsta efekata za poslove emisije i plasmana ne može naći u osnovnim vrstama, već da jedno od rešenja treba tražiti u izvedenim ili mešovitim oblicima efekata.

Pokušaja terminskog trgovanja bilo je tokom 1996., 1997. i nešto malo tokom 1999.godine preko komercijalnih zapisa Direkcije za robne rezerve Republike Srbije. Putem zapisa vršena je avansna prodaja budućeg roda pšenice, kukuruza i drugih poljoprivrednih strateških proizvoda. Međutim, podaci pokazuju da je interesovanje za ovakav vid trgovine vrlo brzo splaslo, te da je tokom 2000.godine potpuno nestalo. Ovo nikako ne treba da znači da se terminsko trgovanje treba i u budućnosti zanemariti.

Naprotiv, sa stvaranjem neophodnih preduslova za efikasno funkcionisanje našeg finansijskog tržišta, sve više će se javljati zahtevi za izvedenim, tj. derivativnim finansijskim instrumentima, odnosno opcijama i fjučersima.

### **4.3. Mere efikasnosti funkcionisanja finansijskog tržišta u Jugoslaviji**

Primarna funkcija sekundarnog tržišta hartija od vrednosti je da obezbedi otkrivanje njihove cene i likvidnosti. Otkrivanje cena je proces određivanja trenutne vrednosti toka gotovine koji može da dobije trenutni vlasnik hartije ako se odluči da istu proda. Međutim, niko tačno ne može znati koliki će biti taj tok gotovine u budućnosti, ali se može utvrditi njena kvalitetna procena. Procena ne može biti najbolja ako ne uključuje sve informacije koje su dostupne javnosti u vreme kada se radi procena. Test te i takve procene je sekundarno tržište. Oni koji su bolje informisani i koji očekuju veći priliv gotovine biće voljniji da plate veću cenu od onih koji su slabije informisani. Slično tome, bolje informisani će pokušati da snize cene ako ih informacije upućuju na verovanje da je vrednost hartije manja od njihove trenutne cene. U tom smislu tržište je efikasnije što su cene tačnije i što brže odražavaju sve dostupne informacije. Ukoliko investitori veruju da cene realno odražavaju sve dostupne informacije, imaće manje razloga da smatraju da su prevareni ako ulažu svoja slobodna sredstva u takve hartije. To će koindicerati u činjenici da će tržište biti stabilnije, jer će investitori imati manje razloga da se sele s jedne berze na drugu.

#### **4.3.1. Dostignuti nivo efikasnosti finansijskog tržišta kod nas i mogućnosti njegovog unapređenja**

Jedan od indikatora razvijenosti finansijskog tržišta je *zadovoljavajući intenzitet direktnog finansiranja*, koji se ostvaruje mimo intermedijarnih finansijskih organizacija, pri čemu se mora izbeći njegovo marginalizovanje. Drugim rečima, hipertrofiranost intermedijarnih tokova finansijske štednje, pogotovo štedno-kreditne dimenzije, govori da akcionarstvo nije razvijeno, što ukazuje na neefikasnost finansijsko-tržišnog sistema.

Indikator razvijenosti finansijskih tržišta, koji se umnogome nadovezuje na prethodni, je *razvijenost sekundarnog tržišta kapitala*. Ukoliko su finansijsko-tržišne operacije reducirane samo na one koje predstavljaju primarne transfere finansijske štednje, iako sekundarnih gotovo i nema, što znači da su jednom izdati finansijski instrumenti u nekoj vrsti amnezije, onda je jasno da ne može biti reči o razvijenim finansijskim tržištima.

Indikator razvijenosti finansijsko-tržišnog sistema je i *postignuti sklad između komercijalnih banaka, ostalih banaka i nebankarskih intermedijarnih finansijskih institucija, berzi i pomoćnih i specijalizovanih finansijskih organizacija*. To drugim rečima, znači da razvijeni finansijsko-tržišni sistem podrazumeva i svestrano razvijenu institucionalnu mrežu. Ako to nije tako, isto kao i u slučaju nedovoljne razuđenosti finansijskih tokova i nedovoljne diverzifikovanosti finansijskih instrumenata, onda to ne znači ništa drugo, nego da finansijsko-tržišni sistem nije razvijen. Možda više od svega o razvijenosti finansijskog tržišta govori struktura novčane mase. Ukoliko je učešće gotovog novca u novčanoj masi veliko, onda to svedoči o navici ili nečim izazvanim nepoverenjem da se novac, ukoliko se razmeni za neki nemonetarni finansijski kratkoročni instrument, a pogotovo srednjoročni ili dugoročni finansijski instrument, neće moći, kad to zatreba, rekonvertovati, tj. zameniti za novac.

Sličan pokazatelj razvijenosti finansijskih tržišta je i *odnos ukupne količine novca prema ukupnom nivou finansijskih transakcija, tj. prema nominalnom društvenom*

*proizvodu*. Ukoliko je tražnja, ne samo gotovog nego i depozitnog novca velika, tj. ukoliko je visok nivo neaktivnog novca koji se ne transferiše drugim ekonomskim jedinicama, pa monetarni i bankarski sistem moraju reagovati povećanjem količine novca, onda je jasno da smo suočeni sa nerazvijenim finansijsko-tržišnim sistemom. On nije dovoljno razvijen da bi ekonomskim jedinicama pružio, ne samo sigurnost, nego i mogućnost brzog pretvaranja nemonetarnih u monetarne oblike radi održavanja zadovoljavajuće likvidnosti. Zbog toga se iz preventivnih razloga drži preveliki nivo likvidnosti, sa previše tezaursiranog novca.

Radi sagledavanja finansijske razvijenosti pojedinih zemalja, kako onih razvijenih, tako i zemalja u razvoju Goldsmith je konstruisao koeficijent, tj. finansijski međurelacijski rasio (Financial interrelation ratio - FIR).<sup>353</sup> Pokazatelj govori o procentualnom odnosu između finansijskih instrumenata (državnih hartija, privatnih obveznica, običnih akcija, hartija od vrednosti posredničkih finansijskih organizacija, itd.) i nacionalnog bogatstva. Prema tom pokazatelju najrazvijeniju finansijsku strukturu među razvijenim zemljama ima Velika Britanija zahvaljujući visokom nivou državnog duga u hartijama od vrednosti (koeficijent iznosi 1,70 ili 170%). U SAD ovaj koeficijent iznosi 1,25, u Francuskoj 0,65, itd. Za Jugoslaviju nema podataka, ali je sasvim izvesno da je ovaj koeficijent razvijenosti sasvim nizak, jer o tome govore mnoge analitičke i empirijske činjenice.

Za jugoslovensko finansijsko tržište slobodno možemo konstatovati da je neefikasno, što je sasvim razumljivo s obzirom na kvalitativne i kvantitativne osobine koje ga karakterišu. Radi sagledavanja kretanja na Beogradskoj berzi ustanovljen je indeks na kratkoročne dužničke hartije, dok bilo kakvog indeksa o kretanju dugoročnih hartija nema, zato što gotovo da i nema prometa sa ovim instrumentima.

S obzirom da na Beogradskoj berzi jedini relevantni tržišni materijal predstavljaju kratkoročne dužničke hartije od vrednosti, parametri koji se uzimaju u obzir pri izračunavanju ovog indeksa su kamata i ročnost. Pri formiranju indeksa nije bilo moguće postaviti uobičajeni kriterijum, tj. određivanje "korpe" hartija, jer s jedne strane, životni vek hartija sa kojima se trguje na Berzi je veoma kratak, dok s druge strane, u određenom vremenskom periodu u trgovanju se ne javljaju uvek isti emitenti hartija. Iz tih razloga u formiranju indeksa učešće uzimaju sve hartije kojima se trgovalo, tj. sve transakcije u periodu za koji se indeks računa. Prema tome, problem je sveden na određivanje relevantnog statističkog uzorka u okviru celog skupa zaključenih transakcija.

Za formiranje statistički relevantnog uzorka može se primeniti pravilo "65%", odnosno ako odbacimo sve vrednosti koje odstupaju za po jednu "+" ili "-" standardnu devijaciju od neke srednje vrednosti, preostaje nam 65% prvobitnih podataka. U ovom slučaju za srednju vrednost uzima se ponderisana kamatna stopa. Standardna devijacija za kamatu računa se po sledećoj formuli:

$$\sigma_k = \sqrt{\frac{\sum V_i \cdot (K - K_i)^2}{\sum V_i}}$$

gde je:

- $\sigma_k$  - standardna devijacija za kamatu,
- $V_i$  - vrednost svake pojedinačne transakcije,
- $K_i$  - kamatna stopa na godišnjem nivou za svaku pojedinačnu transakciju,
- $K$  - ponderisana kamatna stopa u analiziranom periodu.

<sup>353</sup> Goldsmith R. W., The Determinants of Financial Structure, OECD Development Centre, Paris, 1966., navedeno prema Newlyn W.T., Theory of Money, Oxford University Press, 1974.



Isti metod, po potpunoj analogiji, primenjuje se i na ročnost. Sledstveno, standardna devijacija za ročnost računa se po sledećoj formuli:

$$\sigma_r = \sqrt{\frac{\sum V_i \cdot (R - R_i)^2}{\sum V_i}}$$

gde je:

- $\sigma_r$  - standardna devijacija za ročnost,
- $V_i$  - vrednost pojedinačne transakcije,
- $R_i$  - ročnost za svaku pojedinačnu transakciju,
- $R$  - ponderisana ročnost u analiziranom periodu.

Na ovaj način posmatra se samo set podataka koji zadovoljava sledeće uslove:

$$\{ K - \sigma_k < K_i < K + \sigma_k \}$$

$$\{ R - \sigma_r < R_i < R + \sigma_r \}.$$

U tom smislu, indeks na kratkoročne dužničke hartije računa se tako što se izračunavaju dva međurezultata, koji bi mogli da se nazovu kamatni i ročni indeks, respektivno.

Kamatni indeks računa se po sledećoj formuli:

$$I_{ki} = \frac{2 \cdot K_b - K_i}{K_b}$$

gde je:

- $I_{ki}$  - vrednost kamatnog indeksa za svaku pojedinačnu transakciju,
- $K_b$  - bazna vrednost kamate na godišnjem nivou,
- $K_i$  - vrednost kamate na godišnjem nivou za pojedinačnu transakciju.

Kamatni indeks raste ukoliko kamatna stopa opada, i obrnuto, kamatni indeks opada ukoliko kamatna stopa raste.

Ročni indeks računa se prema sledećoj formuli:

$$I_{ri} = \frac{R_i}{R_b}$$

gde je:

- $I_{ri}$  - vrednost ročnog indeksa za svaku pojedinačnu transakciju,
- $R_b$  - bazna ročnost,
- $R_i$  - ročnost u danima za pojedinačnu transakciju.

Ukoliko dolazi do porasta ročnosti pojedinačnih transakcija povećava se i indeks ročnosti, i obrnuto, sa smanjenjem ročnosti smanjuje se i indeks ročnosti.

Konačan obrazac za izračunavanje indeksa na kratkoročne dužničke hartije je sledeći:

$$i = \frac{\sum V_i \cdot I_{ki} \cdot \sqrt[5]{I_{ri}}}{\sum V_i} \cdot 100$$

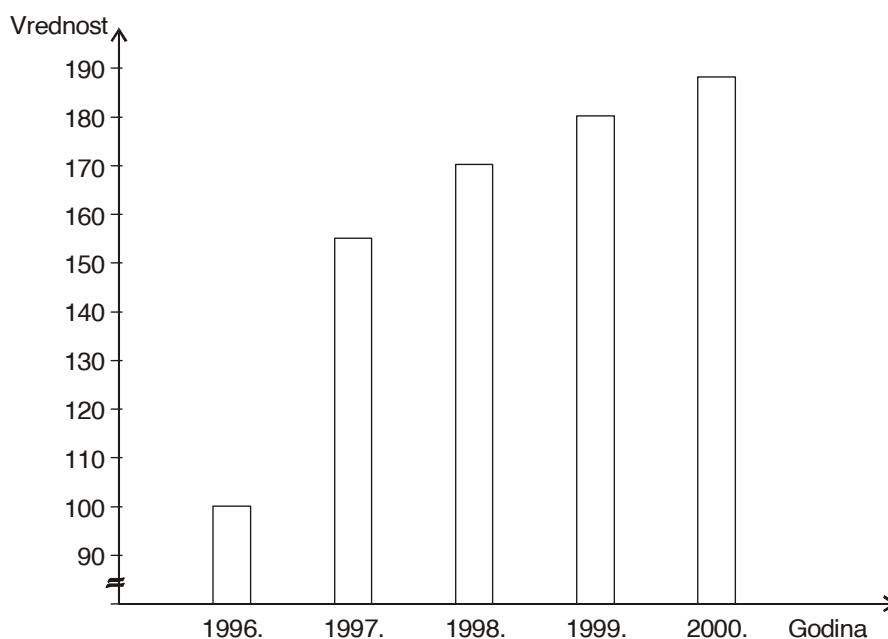
$i$  je vrednost indeksa za svaku pojedinačnu transakciju, dok su ostale oznake u skladu sa gore datim objašnjenjima. Indeks se računa sa tačnošću na dva decimalna mesta.

Osnovne karakteristike ovog indeksa su sledeće:

- rast kamatne stope izaziva pad vrednosti indeksa,
- rast ročnosti izaziva rast vrednosti indeksa,
- uticaj ročnosti i kamate na vrednost indeksa je izbalansiran,
- obim trgovanja nema uticaja na vrednost indeksa.

Ukoliko su uslovi na finansijskom tržištu stabilniji onda dolazi do pada kamatnih stopa i povećanja prosečne ročnosti, što rezultira u povećanju vrednosti indeksa, i obrnuto.

Indeks Beogradske berze počeo je da se računa od januara 1997.godine, pri čemu je kao bazna vrednost za 1996.godinu uzeta vrednost 100. Tokom 1997.godine vrednost indeksa beležila je znatne oscilacije, što je bilo izazvano nestabilnim okruženjem finansijskog tržišta. Početkom godine indeksna vrednost je u nekoliko navrata zabeležila pad ispod bazne vrednosti, pri čemu su se kamate kretale na izuzetno visokom nivou, da bi od aprila počele strmoglavu da padaju, što je dovelo do pomaka Indeksa na gore. Najveća vrednost indeksa u 1997. godini zabeležena je četvrte nedelje jula i iznosila je 285,91, dok je najniža vrednost zabeležena druge nedelje februara i iznosila je 87,54. Prosečna vrednost indeksa iznosila je 154,24. S obzirom da su promene ročnosti značajno uticale na velika oscilatorna kretanja vrednosti indeksa, pri čemu nisu odražavale pravo stanje stvari na tržištu, pristupilo se korigovanju formule za izračunavanje vrednosti indeksa, tako da dolazi do smanjenja značaja ročnosti na indeksnu vrednost. Korigovani indeks počeo je da se primenjuje od 01. januara 1998.godine, što je uslovalo "peglanje" indeksne krivulje, tako da je dobila umereniji izgled. Tokom 1998.godine prosečna vrednost indeksa bila je 170,15, dok je njegova prosečna vrednost u 1999.godini zabeležena na nivou od 180,42 poena.<sup>354</sup> U prvih deset meseci 2000.godine prosečna vrednost Indeksa bila je 187, 39 poena. Najniža vrednost zabeležena u drugoj nedelji oktobra meseca, dok je Indeks svoj najviši nivo tokom 2000. dostigao u trećoj nedelji marta meseca.



Grafikon 13: Kretanje kratkoročnog indeksa Beogradske berze

Praćenje Indeksa proteklih godina pokazalo se kao značajan tržišni indikator, koji dosta dobro pokazuje promene kamata i ročnosti na tržištu i njihov uticaj na poslovanje. Stoga, kretanje Indeksa može da posluži kao značajna smernica u donošenju poslovnih odluka, kako investitora, tako i emitenata.

<sup>354</sup> Bilten Beogradske berze br. 50/2000., str. 6

#### 4.3.2. Berzanska trgovina u Jugoslaviji kao indikator razvijenosti finansijskog tržišta

Kako berze predstavljaju organizovani deo tržišta kapitala, to je obim i struktura berzanske trgovine jedan od značajnih pokazatelja razvijenosti finansijskog tržišta. Razvoj tržišta kapitala, kao segmenta finansijskog tržišta, je treća faza u razvoju finansijskog tržišta, tako da slobodno možemo reći da je tržište koje odlikuje razvijeno tržište kapitala, a posebno berza efekata, već zakoračilo u vode efikasnog finansijskog tržišta.

Organizacija, struktura i poslovanje tržišta kapitala u SRJ regulisani su Zakonom o berzama, berzanskim posrednicima i berzanskom poslovanju. Ono je nastalo u veoma nepovoljnim sistemskim uslovima, koje dominantno opredeljuju njegove karakteristike. Pre svega, reč je o neprihvatljivom vlasničkom ambijentu u kome dominantno mesto imaju društvena i državna svojina, što predstavlja osnovni limitirajući faktor za iniciranje i razvoj svih tržišnih institucija, pa i tržišta kapitala. Prema tome, potreban ali ne i dovoljan uslov za njegov razvoj jeste privatizacija, tj. vlasnička transformacija privrednih subjekata. Pored privatizacije, neophodni preduslovi za dalji razvoj tržišta kapitala u Jugoslaviji su sledeći:

- uvođenje principa "tvrdog budžetskog ograničenja",
- precizno uređenje regulative u oblasti naplate kredita i bankrotstava nesolventnih privrednih subjekata,
- uređenje problematike iskazivanja poslovnih rezultata kompanija i revizije tih iskaza,
- uređenje modaliteta zaduživanja države na tržištu kapitala i tzv. operacija na otvorenom tržištu,
- obezbeđenje kvalitetnih kadrova za obavljanje specijalističkih poslova vezanih za funkcionisanje tržišta kapitala,
- priprema liberalne zakonske regulative u oblasti emitovanja eksternih hartija od vrednosti i njihovog prometa, itd.

Od napred navedenih preduslova dosad smo jedino uspeli da obezbedimo relativno adekvatnu zakonsku regulativu, koja ima i određenih manjkavosti. Međutim, praksa na berzama je pokazala da to nije samo po sebi dovoljno da bi se obezbedilo efikasno i likvidno sekundarno tržište. Naprotiv, pokazalo se da je i sama zakonska regulativa dodatno usporavala i ograničavala razvoj nekih oblika organizovane trgovine tržišnim materijalom. S obzirom na osnovne operativne ciljeve Zakona o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima kao što su: povećanje domaće štednje, širenje baze vlasništva nad realnim i finansijskim dobrima, stvaranje mogućnosti za investiranje šireg kruga populacije, poboljšanje operativne efikasnosti finansijskih institucija i poboljšanje uslova za privlačenje stranog kapitala, očekivana su liberalnija zakonska rešenja, koja će dati neophodni zamajac usporenim procesu privatizacije i omogućiti brže uspostavljanje i razvoj tržišta kapitala. Orijentacija zakonodavca na dominantnu ulogu velikih banaka kao "market mejkera" na tržištu kapitala pokazala se kao pogrešna, jer da bi ovu ulogu uspešno obavile našim bankama najpre predstoji složen i mukotrpan put restrukturiranja.

Da bismo sagledali dostignuti nivo razvoja našeg finansijskog tržišta i ukazali na perspektive njegovog daljeg razvoja, neophodno je posebnu pažnju usmeriti na analizu poslovanja Beogradske i Montenegro berze.

#### 4.3.2.1. Beogradska berza - embrion finansijskog tržišta u Jugoslaviji

U razvoju Beogradske berze razlikujemo dve krupne faze:

- prva faza odnosi se na njeno funkcionisanje u staroj Jugoslaviji, kada je imala sve karakteristike najravnijih berzi u svetu i
- druga faza odnosi se na njeno poslovanje u današnjoj Jugoslaviji, kada je odlikuje značajna nerazvijenost, velika neefikasnost i vrlo nepovoljan makroekonomski ambijent.

##### 4.3.2.1.1. Funkcionisanje Beogradske berze u staroj Jugoslaviji

Korene berzanskog poslovanja na jugoslovenskim prostorima nalazimo još u XIX veku. Sa stvaranjem nove srpske države posle II Srpskog ustanka dolazi do pokretanja privrednog života u zemlji. Dolazi do značajnog razvoja zanatstva i trgovine. Odsustvo stabilnog novčanog sistema ( u opticaju su bile austrijske krune, dukati, turske lire, ruske rublje, francuski napoleondori i dr.) i česta kolebanja novčanih jedinica u prometu otežavali su trgovinu, tako da se prve ideje o osnivanju berze javljaju 1830.godine. U narednim godinama i decenijama dolazi do stvaranja uslova za osnivanje berze. Najpre, knez Mihajlo 1862.godine uvodi Srbski dinar kao novčanu valutu, a zatim, 1886.godine dolazi do usvajanja Zakona o javnim berzama, čime je i formalno rešeno pitanje osnivanja berze kao ustanove za koncentrisanje trgovine efekata i robe. Do osnivanja Beogradske berze dolazi 1894.godine, kada je i održana prva skupština, dok je sa radom otpočela 02.01.1895. godine. Najveće zasluge za nastanak i razvoj Beogradske berze imali su beogradski trgovci, koji su smatrali da je berza neophodna za obavljanje trgovine, jer trgovina zbližava narode i doprinosi snaženju privrede i države.

Na Beogradskoj berzi se poslovalo efektima, valutama, devizama i robom. Poslovanje robom je zbog malog obima obustavljeno već 1896.godine i nikada više nije imalo veći značaj.<sup>355</sup> Nasuprot tome, intenzivno se trgovalo valutama, devizama i hartijama od vrednosti. Na valutno-deviznoj berzi trgovalo se napoleondorima, austrijskim forintama, menicama i čekovima. Na efektnoj berzi trgovalo se obveznicama različitih zajmova i deonicama. Od deonica najviše se trgovalo deonicama Savske banke, Eskontne banke, Dunavske banke, Vračarske štedionice i Niške zadruge. Imajući u vidu da je trgovina robom bila malih razmera u odnosu na promet novca i hartija od vrednosti, Beogradska berza je postala *de facto* specijalizovano finansijsko tržište. Glavni posao na Beogradskoj berzi u prvim godinama posle Prvog svetskog rata bila je trgovina devizama i valutama. Što se tiče trgovine hartijama od vrednosti, treba istaći specifičnost da su investitori glavni interes za ulaganja nalazili u ostvarivanju kapitalne dobiti, a ne kamate ili dividende. Pored Italije, Kraljevina SHS je bila jedina država u Centralnoj Evropi u kojoj je postojala sloboda berzanskog trgovanja valutama i devizama. To je uslovalo da trgovci iz ostalih zemalja kupuju na svojim berzama jugoslovenske hartije od vrednosti, da bi ih na berzama u Jugoslaviji<sup>356</sup> prodavali za devize. Zahvaljujući tome, naše hartije od vrednosti, koje su se kotirale na stranim berzama, postale su vrlo traženo sredstvo plaćanja, što je uslovalo porast njihovih berzanskih kurseva.

---

<sup>355</sup> Zakon o unapređenju produktne berze iz 1906.godine nije bitno popravio stanje. Trgovalo se žitaricama, brašnom, mašću, slaninom, šljivama, pekmezom, grahom, medom, voskom, vinom, rakijom, orasima, šišarkama, kudeljom, ugljem, konopljinim semenom, mekinjama i krompirom.

<sup>356</sup> Zagrebačka berza osnovana je 1919.godine, Novosadska 1921.godine, Ljubljanska 1924.godine, Somborska 1925.godine i Skopljska 1928.godine.

Na Beogradskoj berzi postojao je kontinuiran ali neravnomeran porast obima prometa. Različit obim prometa po godinama bio je uslovljen razvojem proizvodnje i opštim prilikama u zemlji i svetu. Ekonomske i političke prilike toga doba značajno su se odražavale na berzansko poslovanje. Beogradska berza bila je samostalna, privatna institucija čija je zakonitost rada bila pod državnom kontrolom. Izdržavala se samostalno, bez ikakve državne pomoći. Zdrav razum naših ekonomista, koji se ogledao u shvatanju berze kao ogledala poslovnih prilika u datom trenutku, i poslovni duh berzijanaca doveli su do široke afirmacije berzanskog poslovanja u Kraljevini Jugoslaviji.

Na Beogradskoj berzi obavljani su i promptni i terminski poslovi. Naši tadašnji berzanski stručnjaci bili su uverenja da su terminski poslovi špekulativnog karaktera. Zato su nizom mera pokušavali da ih spreče, tako da na Berzi nije bilo velikih špekulacija koje bi nanele štete drugima, što je predstavljalo jedan od faktora njenog stabilnog poslovanja. S druge strane, možda u tome treba tražiti razlog što se na našim berzama nije dovoljno razvio promet hartijama od vrednosti.

Tokom Velike svetske ekonomske krize Beogradska berza je sačuvala određeni stepen stabilnosti, dok su vodeće berze u svetu, jedna za drugom, doživljavale, dotad neviđene, krahove. Razlozi slomova berzi bili su, delimično, uslovljeni naglim poremećajima u ponudi i tražnji novca i kapitala, a delimično i zbog panike koja se širila svetom. Međutim, naša berza nije podlegla panici, upravo zbog malo pre iznete poslovne filozofije naših berzanskih stručnjaka da je berza samo ogledalo trenutnih ekonomskih i političkih prilika. Iako Berza nije zatvorena u periodu od 1930-1934. došlo je do značajnog smanjenja berzanskog prometa. Nakon krize promet je porastao, ali nikada više nije dostigao razmere kao u godinama pre krize. Poslednji sastanak na Berzi održan je 04.04.1941.godine, a njeno poslovanje je prekinuto sa otpočinjanjem Drugog svetskog rata na našim prostorima 06.04.1941.godine. Berza je zvanično zatvorena 1953.godine.

#### *4.3.2.1.2. Funkcionisanje Beogradske berze u današnjoj Jugoslaviji - retrospektiva i tendencije*

Beogradska berza formirana je decembra 1989.godine u Beogradu pod nazivom Jugoslovensko tržište kapitala, čiji su osnivači bile 32 najveće banke iz bivše SFRJ. Prvi berzanski sastanak održan je 27. februara 1990.godine. Beogradska berza pod tim nazivom posluje od 28.maja 1992.godine. Tokom 1995.godine Beogradska berza je postavljena na nove osnove u skladu sa Zakonom o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima.<sup>357</sup> Od tada posluje pod nazivom Mešovita berza, Beogradska berza, akcionarsko društvo, Beograd.

Berza je osnovana sa ciljem:<sup>358</sup>

- da unapredi, olakša i reguliše promet tržišnog materijala,
- da obezbedi, izgradi i unapredi poštene i pravične principe trgovine na Berzi,
- da javnost redovno informiše o aktivnostima na Berzi.

Delokrug rada Berze je obiman. Berza obavlja sledeće poslove:<sup>359</sup>

- registruje tržišni materijal<sup>360</sup> kojim se trguje na Berzi,
- obezbeđuje uslove za trgovinu tržišnim materijalom,

<sup>357</sup> Službeni list SRJ br. 90/94

<sup>358</sup> Statut Mešovite berze, Beogradsek berze, a.d. Beograd, čl.2. str. 3

<sup>359</sup> Isto, čl. 6, str. 3-4

<sup>360</sup> Na Berzi se organizuje trgovine sledećim tržišnim materijalom: 1) žirlnim novcem, menicom, kratkoročnim hartijama od vrednosti, 2) devizama, 3) hartijama od vrednosti koje glase na stranu valutu, 4) akcijama i drugim dugoročnim hartijama od vrednosti, 5) zlatom i drugim plemenitim metalima, 6) finansijskim derivatima i 7) robom.

- povezuje ponudu i tražnju tržišnog materijala,
- evidentira poslove kupoprodaje tržišnog materijala zaključene u regulisanoj venberzanksoj i slobodnoj vanberzanskoj trgovini,
- utvrđuje obaveze i vrši poravnavanje obaveza po osnovu poslova zaključenih na Berzi,
- obavlja poslove ostave tržišnog materijala,
- utvrđuje kamatne stope, kurseve, odnosno cene tržišnog materijala postignute u trgovini na Berzi,
- javno objavljuje kursnu listu tržišnog materijala kojim se trguje na Berzi, berzanski indeks, kao i druge informacije i podatke značajne za rad Berze,
- sprečavanje zloupotreba i neizvršavanja preuzetih obaveza (realno obezbeđenje),
- izdaje knjige, publikacije i časopise u vezi sa radom Berze.

Beogradska berza organizovana je kao akcionarsko društvo i njena organizaciona struktura je zasnovana na principima firmi članica, što znači da se trgovanje na njoj odvija preko brokera članova Berze.

Član Berze može biti samo pravno lice koje je registrovano kao berzanski posrednik i koje ispunjava uslove utvrđene Statutom Berze.<sup>361</sup> Član berze može biti banka, Poštanska štedionica i osiguravajuće društvo, uz obavezu dobijanja saglasnosti NBJ za obavljanje berzanske trgovine. Članovi Berze trguju tržišnim materijalom za koji su dobili dozvolu za rad, pri čemu mogu da istupaju u svoje ime i za svoj račun (dileri) i u ime i za račun svojih klijenata (brokeri). Svi oni su ravnopravni učesnici u trgovanju i imaju identična prava i obaveze.

Najznačajnija prava članova Berze su: pravo da preko svojih brokera prisustvuju berzanskim sastancima i da trguju na Berzi, pravo korišćenja berzanskog prostora i raspoložive berzanske opreme, pravo korišćenja jedinstvenog informacionog sistema Berze, pravo na jednak pristup svim informacijama relevantnim za trgovanje na Berzi, itd.

S druge strane, primarne obaveze svakog člana Berze su: da plaća godišnju članarinu, proviziju i druge naknade utvrđene aktima Berze, da savesno i u skladu sa dobrim poslovnim običajima i poslovnim moralom obavlja poslove po osnovu berzanske i vanberzanske trgovine, da se pridržava pravila discipline i akata Berze, da ne zloupotrebljava informacije koje nisu dostupne svim učesnicima na Berzi i koje nisu zvanično objavljene, itd.

Članovi Berze posluju preko svojih ovlašćenih brokera, koji da bi mogli da trguju na Berzi neophodno je da imaju dozvolu za trgovanje od Upravnog odbora. Broj članova Berze nije ograničen. Beogradska berza ima 30 članova, od kojih su 25 brokeri a njih 5 su banke. To su: Astra banka, Centrobanka, Čačanski eskontni centar, Darik Broker, Delta broker, Dinara broker, Eki broker, Energo broker, Finpos, Galenika broker, Gradac 56, Jorgić broker, Jugobroker, Invest broker, KBK broker, Komercijalna banka, M & V Investments, Makler invest, Mediolanum invest, NBA broker, Neobroker, Novosadska banka, Onyx broker, Tržište novca, Vobdill, Vojvođanska banka, YU finansijski centar i Yubmes broker.<sup>362</sup>

Da bi se na Berzi, na zvaničnom berzanskom sastanku, ili u okviru regulisane vanberzanske trgovine trgovalo hartijama od vrednosti, one moraju biti primljene na listing. O prijemu dugoročnih hartija od vrednosti na listing odlučuje **Komisija za kotaciju efekata**. Komisija za kotaciju efekata ne ocenjuje bonitet hartija čiji se listing traži. Za tačnost informacija koje su sadržane u zahtevu za listing i pratećim dokumentima, odgovara podnosilac zahteva. Pozitivnim rešenjem podnosilac zahteva se obaveštava da se trgovina akcijama, odnosno dugoročnim hartijama od vrednosti, može obavljati na Berzi u

<sup>361</sup> Statut Beogradske berze, čl.81., str. 17

<sup>362</sup> Podaci su preuzeti sa Interneta, adresa: <http://www.belex.co.yu>

okviru "listinga A" ili "listinga B", na berzanskom sastanku ili u okviru regulisane vaberzanske trgovine. Berza vodi registar hartija od vrednosti koje su na listingu "A" i "B" i registar emitenata hartija od vrednosti koje se nalaze na ovim listinzima.

O prijemu kratkoročnih hartija od vrednosti odlučuje **Komisija za kratkoročne hartije od vrednosti**. Kratkoročnim hartijama od vrednosti trguje se na Berzi od 1991. godine. Za kratkoročne hartije od vrednosti formirane su posebno lista A, lista B i lista C. Na listi A nalaze se samo obveznice SRJ, na listi B kotirane su obveznice NBJ, blagajnički zapisi NBJ i banaka, obveznice banaka, dok se na listi C nalaze komercijalni zapisi preduzeća, certifikati o depozitu i obveznice preduzeća, što je prikazano u Prilogu 2.

Kratkoročnim hartijama od vrednosti, koje ne zadovoljavaju kriterijume za prijem na liste, trguje se u okviru slobodnog vanberzanskog trgovanja.

Tabela 41: Trgovanje obveznicama SRJ na Beogradskoj berzi u 2000. godini

<b>OBVEZNICE</b>	<b>II.emisija:</b>	.	.	<b>II. emisija</b>	<b>sve emisije</b>
<b>SRJ</b>	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>V</b>	<b>UKUPNO:</b>	<b>UKUPNO:</b>
<b>datum emitovanja</b>	<b>31-03-00</b>	<b>13-04-00</b>	<b>24-04-00</b>	.	<b>1. januar 2000.</b>
<b>Rok dospeća (br.dana)</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	.	.
<b>datum dospeća</b>	<b>29-06-00</b>	<b>12-07-00</b>	<b>23-07-00</b>	<b>prosečna st.</b>	<b>prosečna st.</b>
<b>kta st. na mes.nivou</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,00%</b>
<b>ukup.vred. emisije</b>	<b>115.000.000</b>	<b>115.000.000</b>	<b>120.000.000</b>	<b>350.000.000</b>	<b>700.000.000</b>
<b>ukup. prodaja</b>	<b>109.400.000</b>	<b>30.000.000</b>	<b>120.000.000</b>	<b>259.400.000</b>	<b>612.961.000</b>
<b>Promet(prim+sek)(%)</b>	<b>95,130</b>	<b>26,087</b>	<b>100,000</b>	<b>74,114</b>	<b>87,566</b>

Kotacije akcija na Berzi za 1999.godinu date su u Prilogu 1. Akcije koje nastanu tokom procesa privatizacije, a ne zadovoljavaju kriterijume za listiranje, naći će se u posebnom delu trgovanja - slobodnom trgovanju.

Trgovina na Berzi može se obavljati promptno i na termin. Berzanska trgovina obuhvata: a) sve ugovore o prodaji tržišnog materijala koji se nalaze na "listingu A" Berze, zaključene na berzanskom sastanku za berzanskim pultom, b) sve ugovore o prodaji tržišnog materijala koji se nalazi na "listingu B" Berze, zaključene na berzanskom sastanku za berzanskim pultom.

Regulisana vanberzanska trgovina obuhvata sve ugovore o prodaji tržišnog materijala, koji se nalazi na "listingu A" i "listingu B" Berze, zaključene na Berzi van berzanskog pulta. Odredbe Pravila Berze koje regulišu berzansku trgovinu važe i za regulisanu vanberzansku trgovinu. Trgovina se odvija za pultom u Sali za trgovanje Berze.

Broker člana Berze, nezavisni broker i država, Narodna banka Jugoslavije ili od njih ovlašćene institucije preko ovlašćenog lica mogu na Berzi ispostaviti naloge kupovine ili prodaje.

Beogradska berza, tada Jugoslovensko tržište kapitala, počela je sa radom februara 1990.godine. Tokom te godine održana su 43 berzanska sastanka, na kojima se trgovalo obveznicama SR Srbije - Republičkog fonda za razvoj nerazvijenih područja za 1985., 1986. i 1987.godinu. Realizovano je 26 lotova, a vrednost ostvarenog prometa je bila 74.273, 90 dinara. Okruženje za razvoj berzanskog poslovanja nije bilo povoljno.

Tabela 42: Kotacija akcija na Beogradsoj berzi u 2000. godini

	EMITENT	REDNI BROJ EMISIJE	VRSTA AKCIJE	LISTING	DATUM PRIJEMA EMISIJE
1.	ŠKO AIK Vranje a.d., Vranje	V	redovne	B	01.02.2000.
2.	Autokomerc osiguranje a.d., Novi Beograd	II	redovne	B	09.02.2000.
3.	Strela osiguranje a.d. Valjevo	III	redovne	B	09.02.2000.
4.	Top Gan a.d. Cacak	II	redovne	B	14.04.2000.
5.	Jugoslovenska banka za medjunarodnu ekonomsku saradnju a.d. Beograd	V	redovne	B	19.05.2000.
6.	Prva preduzetnička banka a.d. Beograd	XVI	redovne	B	08.08.2000.

Za 1991.godinu karakteristično je da je promet obavljan preko Knjige naloga, gde je zabeleženo 66 transakcija u vrednosti od 600 miliona dinara. Trgovalo se akcijama (Sintelona iz Bačke Palanke i Auto kuće iz Kikinde), dugoročnim obveznicama Republike Srbije i kratkoročnim hartijama od vrednosti, sa kojima je ostvaren najveći promet zbog niske likvidnosti tržišta.

Do značajnijeg unapređenja berzanske trgovine dolazi tokom 1992.godine, kada je održano 103 berzanskih sastanaka, na kojima je realizovano 1.643 transakcija u vrednosti od oko 93 milijarde dinara ili oko 176 miliona nemačkih maraka. Najveće učešće u prometu ostvarili su komercijalni zapisi, blagajnički zapisi i obveznice Republike Srbije i Federacije (oko 99%), dok je promet akcijama bio neznatan (oko 1%).<sup>363</sup> Zbog visoke inflacije ročnost hartija u proseku je iznosila 15 dana. Od maja Jugoslovensko tržište kapitala posluje pod nazivom Beogradska berza.

1993.godina je bila vrlo nepovoljna za tako mlado tržište, kao što je bila Berza. Čak je postojala opasnost da se marginalizuje i zaustavi poslovanje Berze, zbog ekstremno loših uslova u okruženju (enormna hiperinflacija, smanjenje privredne aktivnosti, pojačane sankcije međunarodne zajednice). Ali Berza je odolela ovom pritisku. Zaključeno je ukupno 9.153 transakcija u vrednosti od 108,6 miliona nemačkih maraka.<sup>364</sup> Najveće učešće u strukturi ukupnog prometa imali su komercijalni i blagajnički zapisi. Takođe, je zabeleženo trgovanje i obveznicama SRJ i akcijama. Jorgić broker je bila prva brokerska kuća koja je postala član Berze. Kamatne stope su bile realno negativne a rokovi dospeća hartija bili su izuzetno kratki.

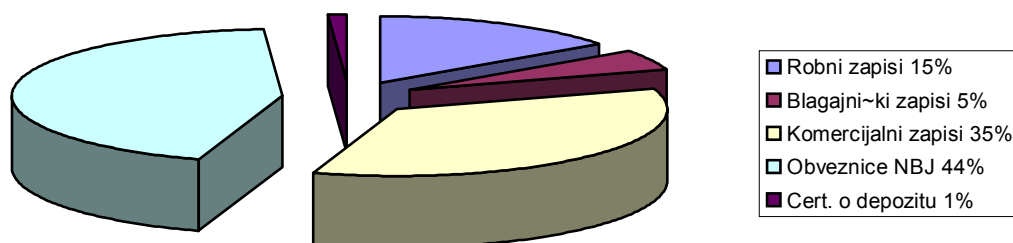
<sup>363</sup> Bilten Beogradske berze, Vanredno izdanje Biltena - Prvih deset godina rada, str.2

<sup>364</sup> Godišnji izveštaj Beogradske berze za 1993.godinu, str. 8



Krupne promene vezane su za 1994.godinu. Realizacija Programa rekonstrukcije monetarnog sistema zaustavila je hiperinflaciju i dovela do delimičnog ekonomskog oporavka zemlje. S druge strane, krajem godine donet je Zakon o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima, tako da je stvorena elementarna infrastruktura za razvoj Berze. Tokom 1994.godine zaključeno je 4.725 transakcija u ukupnoj vrednosti od 349 miliona dinara. U vrednosnoj strukturi ukupnog prometa na komercijalne zapise otpada 71%, na blagajničke zapise 27% i na obveznice SRJ 2%.<sup>365</sup>

1995. je bila prelomna godina za Beogradsku berzu. Najpre je došlo do transformacije Beogradske berze u mešovitu berzu u skladu sa Zakonom o berzama. Aktivnosti Beogradske berze u ovoj godini bile su usmerene dobrim delom na usklađivanju akata, organizacije i uslova poslovanja sa ovim Zakonom. Nova regulativa donela je izmenu strukture članstva na Berzi - od ukupno 12 članova, 9 su bile brokerske i dilerske kuće, a samo 3 banke. I tokom ove godine dominantan predmet kupoprodaje činili su kratkoročni instrumenti. Zaključene su 8.252 transakcije i realizovan je promet u vrednosti od 718 miliona dinara.<sup>366</sup> U trgovanje na Berzu ove godine uvedene su Obveznice NBJ. Prve transakcije sa njima realizovane su u novembru, a do kraja godine njihovo učešće u ukupnom prometu iznosilo je 5%. Tokom 1996.godine na Beogradskoj berzi su formirana četiri berzanska odeljenja, kojima je povereno organizovanje četiri osnovnih berzanskih funkcija: listing, trgovanje, kliring i informisanje, tj. marketing, čime su značajno poboljšani uslovi trgovanja. To se odrazilo i na značajan rast vrednosti ostvarenog prometa. Zaključeno je 7.943 transakcija i realizovan je promet u vrednosti od 2.178 miliona dinara.<sup>367</sup>



Grafikon 14: Struktura prometa za 1996.godinu ostvarena na Beogradskoj berzi

Kao što se iz prethodnog grafikona vidi u strukturi prometa ostvarenog tokom 1996.godine na Beogradskoj berzi najveće učešće ostvarile su obveznice NBJ (44%) i komercijalni zapisi preduzeća (35%). Prvi put se u trgovini javljaju komercijalni zapisi sa robnim pokrićem. Ovi zapisi imali su podlogu u pšenici, kukuruzu, šećeru i ulju. Emitent zapisa bila je Direkcija za robne rezerve Republike Srbije.

<sup>365</sup> Godišnji izveštaj Beogradske berze za 1994. godinu, str.6-8

<sup>366</sup> Godišnji izveštaj Beogradske berze za 1995.godinu, str.6

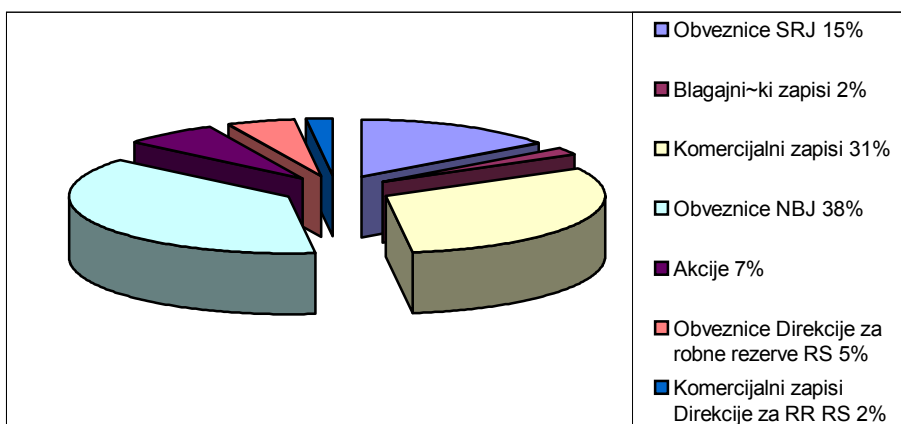
<sup>367</sup> Vanredno izdanje biltena - Prvih deset godina, str. 3

Beogradska berza je tokom 1997.godine značajno unapredila poslovanje kroz razvoj svih ključnih funkcija, što se odrazilo i na povećanje prometa. Razvijajući svoju osnovnu delatnost, Berza je doprinela poboljšanju stanja na finansijskom tržištu. Osnovni predmeti trgovanja razvijani su u skladu sa zahtevima tržišta i sa stanjem na njemu, a uvedeni su i novi instrumenti, koji su privukli pažnju investitora. Ukupno je realizovano 7.778 transakcija i zaključen je promet ukupne vrednosti 3.960.489.000,00 dinara.

Tabela 43: Vrednost prometa po instrumentima ostvaren na Beogradskoj berzi tokom 1997.g.

R.broj	Vrsta finansijskog instrumenta	Promet
1.	Blagajnički zapisi	66.408.000
2.	Komercijalni zapisi	1.185.386.000
3.	Obveznice NBJ	1.479.530.000
4.	Obveznice SRJ	600.650.000
5.	Obveznice Dir.za robne rez. RS	187.338.000
6.	Kom.zapisi Direkcije za RR RS	58.021.000
7.	Certifikati od depozitu	10.775.000
8.	Žiralni novac	4.040.000
9.	Akcije	284.420.000
10.	Menice	5.950.000
11.	Ukupno ostvaren promet	3.960.489.000

Izvor: Bilten Beogradske berze br. 26, januar 1998., str. 4



Grafikon 15: Struktura prometa za 1997.ostvarena na Beogradskoj berzi

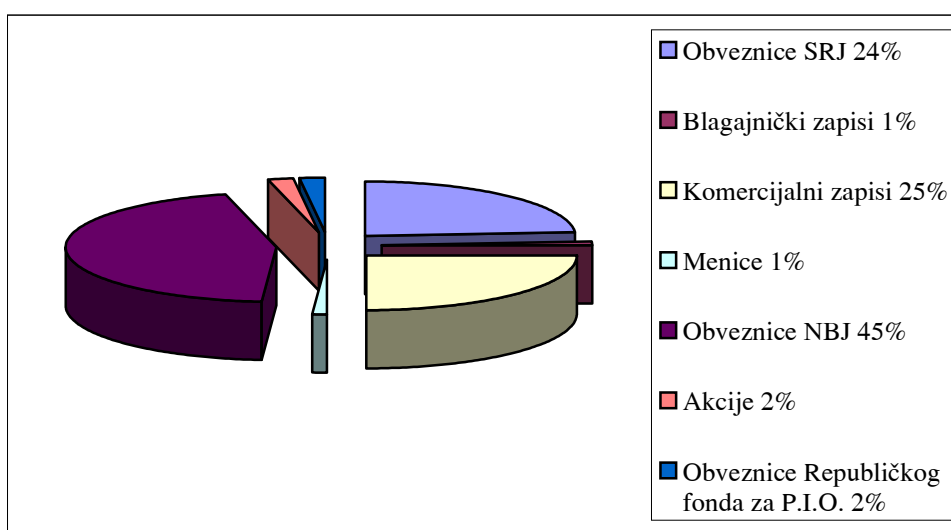
U strukturi prometa najveće učešće imale su obveznice NBJ ( 38% ) i komercijalni zapisi preduzeća ( 31% ), što se vidi iz sledećeg grafikona.

Rast vrednosti prometa i veći broj zaključenih transakcija karakterišu poslovanje na Berzi u 1998.godini. Vrednost ukupno realizovanog prometa iznosi 6.004.271.574,00 dinara, koji je ostvaren preko 9.206 transakcija.<sup>368</sup>

Tabela 44: Vrednost prometa po instrumentima ostvaren na Beogradskoj berzi tokom 1998.godine

R.broj	Vrsta finansijskog instrumenta	Promet
1.	Blagajnički zapisi banaka	44.826.366
2.	Komercijalni zapisi preduzeća	1.492.407.069
3.	Certifikati od depozitu	362.000
4.	Obveznice NBJ	2.712.450.000
5.	Obveznice SRJ	1.464.987.662
6.	Obveznice Fonda za P.I.O.	120.762.610
7.	Žiralni novac	100.000
8.	Akcije	124.875.867
9.	Menice	42.500.000
10.	Ukupno ostvaren promet	6.004.271.574

Izvor: Bilten Beogradske berze br. 38, januar 1999., str. 5



<sup>368</sup> Bilten Beogradske berze br.38, januar 1999., str.5

Grafikon 16: Struktura prometa za 1998. ostvarena na Beogradskoj berzi

Grafikon slikovito pokazuje da su obveznice NBJ ostvarile najveće učešće (45%) u ukupnom prometu ostvarenom na Berzi, a zatim komercijalni zapisi preduzeća (25%).

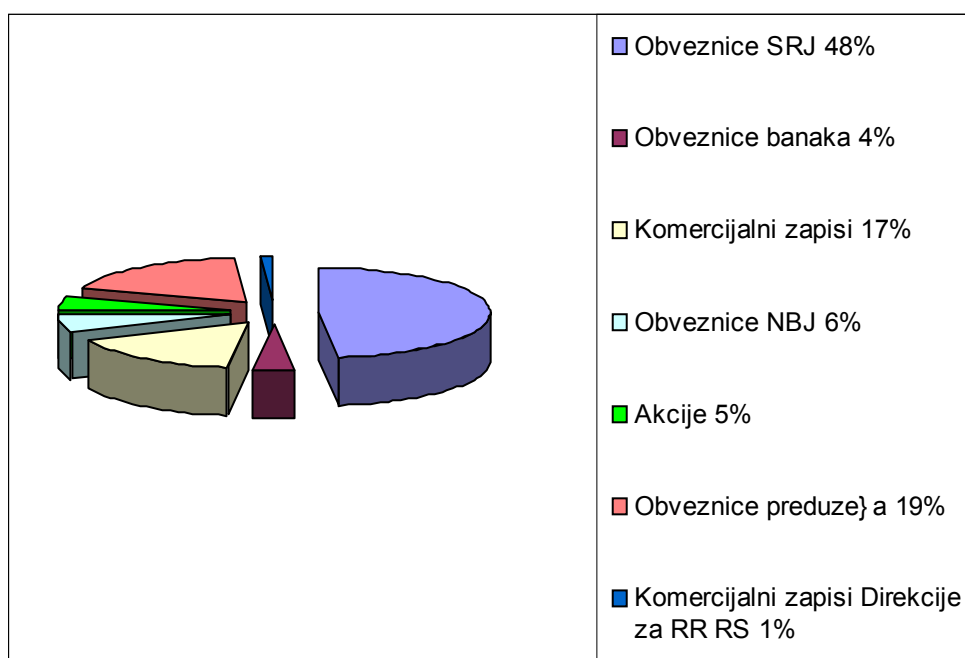
Tabela 45: Vrednost prometa po instrumentima ostvaren na Beogradskoj berzi tokom 1999.g.

R.broj	Vrsta finansijskog instrumenta	Promet
1.	Blagajnički zapisi	8.804.982
2.	Blagajnički zapisi NBJ	13.540.000
3.	Komercijalni zapisi preduzeća	1.052.923.664
4.	Robno-komercijalni zapisi	1.480.195
5.	Kom.zapisi Direkcije za RR RS	59.751.499
6.	Obveznice NBJ	363.500.000
7.	Obveznice SRJ	2.899.724.601
8.	Obveznice preduzeća	1.175.753.871
9.	Obveznice banaka	273.473.872
10.	Žiralni novac	1.000.000
11.	Akcije	310.071.363
12.	Ukupno ostvaren promet	6.160.024.047

Izvor: Bilten Beogradske berze br. 50, januar 2000., str. 5

U 1999.godinu Berza je ušla sa velikim ambicijama, pre svega na planu svojinske transformacije, čiji je direktan proizvod trebalo da bude razvoj tržišta akcija. U očekivanju ovakvog razvoja događaja, dodatno su usklađena i berzanska akta. Međutim, sve započete aktivnosti prekinute su sa početkom NATO agresije. Ali kako život ide dalje, to je i po okončanju rata došlo do obnavljanja rada Berze. Zaključeno je 5.740 transakcija, kojima je realizovan ukupan promet u vrednosti od 6.160.024.047,00 dinara.

Iz tabele 45 vidimo da tokom ove godine dolazi do uvođenja novih instrumenata na Beogradskoj berzi. Reč je o obveznicama preduzeća, kojima je ostvaren značajan promet, kao i robno-komercijalnim zapisima. Najveće učešće u prometu imale su obveznice SRJ (48%).



Grafikon 17: Struktura prometa za 1999.ostvarena na Beogradskoj berzi

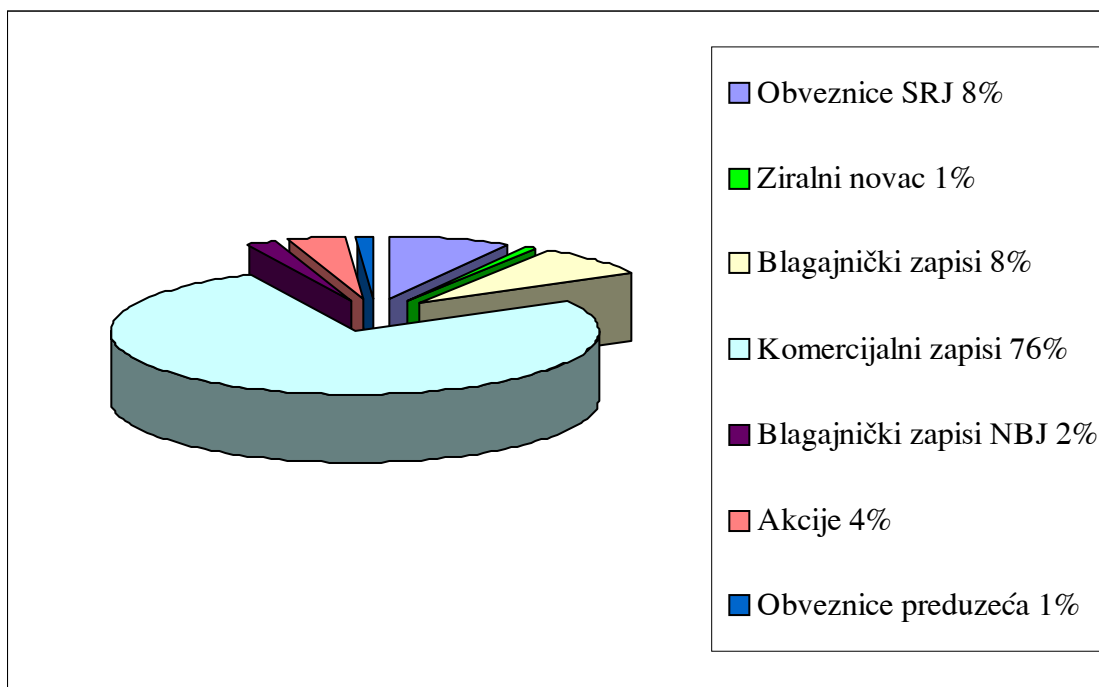
Tabela 46: Vrednost prometa po instrumentima ostvarena na Berzi u periodu I-XI 2000.

R.broj	Vrsta finansijskog instrumenta	Promet
1.	Blagajnički zapisi banaka	643.402.390
2.	Blagajnički zapisi NBJ	127.119.170
3.	Komercijalni zapisi preduzeća	5.847.048.113
4.	Certifikati o depozitu	19.300.000
5.	Obveznice SRJ	612.961.000
6.	Obveznice preduzeća	105.763.609
7.	Obveznice banaka	8.160.000
8.	Akcije	264.452.369
9.	Žiralni novac	66.200.000
10.	Ukupno ostvaren promet	7.694.406.651

Izvor: Podaci preuzeti sa sajta Beogradske berze <http://www.belex.co.yu>

Tokom prvih 11 meseci 2000. dolazi do daljeg unapređenja poslovanja. Ostvaren je ukupan promet od 7.694.406.651,00 dinara koji je realizovan putem 21.843 transakcija.

Ukoliko analiziramo strukturu učešća pojedinih instrumenata u ukupnom prometu videćemo da je najintenzivnija trgovina vršena komercijalnim zapisima (76%).



Grafikon 18: Struktura prometa za I-XI 2000. ostvarena na Beogradskoj berzi

Sve transakcije su uglavnom bile vezane za primarnu prodaju, dok se sekundarno trgovanje beleži jedino sa akcijama "Sintelon"-a iz Bačke Palanke.

Tokom ovih godina kliring i saldiranje su razvijani i unapređivani. Najvažniji poslovi kliringa i saldiranja koji se obavljaju na Berzi su: saldiranje depo-računa učesnika u trgovanju, zatvaranje međusobno otvorenih pozicija između učesnika u trgovanju, čuvanje, tj. servisiranje deponovanog tržišnog materijala i izdavanje potvrda o njemu, kontrola izvršenja zaključenih transakcija, izveštavanje učesnika u trgovanju i šire javnosti, kao i kontrolisanje instrumenata obezbeđenja plaćanja, koje su položili učesnici u trgovanju i njihovo aktiviranje prema zahtevima učesnika i brokera berze.

Udruženje berzi i berzanskih posrednika Jugoslavije formirano je 18. jula 1996.godine. Rad ovog Udruženja koncentrisan je na unapređenje berzanskog poslovanja i brigu o etičkom kodeksu, koji se u tom kontekstu primenjuje. Beogradska berza kao centralna institucija jugoslovenskog finansijskog tržišta ostvarila je zapaženu ulogu u uspostavljanju i proširivanju odnosa sa inostranim institucijama. Beogradska berza je od 1992.godine član Međunarodne federacije svetskih berzi - FIVB-a, čije se sedište nalazi u Parizu.

Razvoj Beogradske berze u potpunosti je podređen razvoju tržišta u čemu ona aktivno učestvuje. Osnovni pravci delovanja omeđeni su potrebama i problemima koje treba rešiti u odnosima između preduzeća, banaka, države i ostalih učesnika na tržištu. Zbog toga Berza nastoji da se broj i vrste predmeta trgovanja što više prošire, kao i da se broj neposrednih i posrednih učesnika u berzanskom trgovanju poveća. Tome na ruku ide i opšti pravac razvoja kojim bi trebalo da krene jugoslovenska ekonomija, koji je

umnogome determinisan intenziviranjem započetog procesa privatizacije. Pozitivan ton ovim kretanjima daće nedavno ukidanje međunarodnih sankcija, koje su još 1992.godine uvedene protiv naše zemlje, te po tom osnovu treba intenzivno raditi na iznalaženju i uvođenju onih finansijskih instrumenata, koji će privući strani kapital. Kako i koliko ćemo iskoristiti mogućnosti koje nam se nude zavisi isključivo od nas, tj. od naše želje i volje da krenemo putem razvoja i prosperiteta.

#### 4.3.2.2. Poslovanje Montenegro berze

Montenegro berza osnovana je u junu 1993.godine. U cilju povećanja kapitala Montenegro berza je, po odobrenju Savezne komisije za hartije od vrednosti i finansijsko tržište, emitovala drugu emisiju akcija. Berza je organizovana po principu firmi članica, pri čemu član berze može biti svako pravno lice, koje je registrovano kao berzanski posrednik po Zakonu o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima i koje ispunjava uslove propisane Statutom Berze. Pored toga članovi Berze mogu biti banke,

Tabela 47: Promet ostvaren na Montenegroberzi u periodu 1994.-1999.

Godina	Promet u mil. DIN	Promet u mil. DEM
1994.	138.20	124.23
1995.	322.20	124.64
1996.	606.98	173.29
1997.	980.09	254.55
1998.	969.55	156.52
1999.	233.37	26.02

Izvor: Podaci preuzeti sa Interneta, <http://www.montenegroberza.com>

poštanska štedionica i osiguravajuća društva , kada dobiju saglasnost NBJ za obavljanje berzanske trgovine. Trenutno Montenegro berza ima 6 članova: Monte Adria broker a.d. Podgorica, Tržište novca a.d. Beograd, CG broker a.d. Podgorica, M & V Investments a.d. Novi Sad, Holder broker a.d. Podgorica i Max dill a.d. Čačak.

Trgovanje akcijama na Montenegro berzi obavlja se kroz sledeće vidove trgovanja:

- berzansko trgovanje,
- regulisano vanberzansko trgovanje i
- slobodno vanberzansko trgovanje.

Komisija za kotaciju efekata, na osnovu zahteva emitenata i dostavljene dokumentacije, kao i na osnovu drugih raspoloživih informacija, donosi rešenje da se trgovanje akcijama može obavljati na Berzi u okviru listinga A ili listinga B, na berzanskom sastanku ili u okviru regulisane vanberzanske trgovine ili da se trgovanje akcijama ne može obavljati.

Komisija za prijem kratkoročnih hartija od vrednosti donosi rešenje da li se određenim kratkoročnim instrumentima može ili se ne može trgovati na Berzi.

Primarni ciljevi razvoja Montenegro berze identični su sa ciljevima razvoja Beogradske berze. Naime, obe berze nastoje da se berzanska trgovina omasovi, da se poveća kvalitet učesnika i tržišnog materijala, da postanu deo integralnog svetskog finansijskog tržišta, da predstavljaju jezgro finansijskog sistema zemlje.

#### **4.3.3. Vanberzanska trgovina u Jugoslaviji - dostignuti nivo i perspektive daljeg razvoja**

Vanberzansko tržište treba da bude tako organizovano da omogućava ostvarivanje njegovih osnovnih zadataka. Zadaci su brojni, ali je težište na obezbeđenju zakonitog poslovanja sa hartijama od vrednosti kako bi se obezbedili visoki standardi, koji se odnose na pravila ponašanja u trgovanju kao i poštovanju etičkog kodeksa pri emitovanju i trgovini sa hartijama od vrednosti. Važan zadatak vanberzanskog tržišta je i edukacija kadrova i obezbeđenje javnosti u radu. Na ovom tržištu mogu da učestvuju svi vlasnici akcija, bez obzira da li su do njih došli kroz proces privatizacije, njihovom kupovinom ili besplatno. Pre svega se misli na zaposlene i penzionere. U ulozi učesnika, pored stanovništva, mogu da se nađu institucionalni investitori, finansijske organizacije, brokerske i dilerske organizacije, konsultantske firme, revizori, organi vanberzanskog tržišta, itd.

Vanberzansko tržište, kao i berza, samo obezbeđuje neophodnu infrastrukturu za organizovanu trgovinu i nikako ne učestvuje samo u trgovini. U početnim fazama razvoja trgovina se obavlja putem periodičnih aukcija, dok bi se kasnije prešlo na kontinuirane aukcije. Paralelno bi se razvijao i sistem unapred dogovorenih direktnih kupovina i prodaja. Za nesmetano funkcionisanje ovog tržišta neophodan je specijalizovani informacioni sistem. Informacioni sistemi omogućavaju široku transparentnost sistema i koristeći mogućnosti savremenih mreža za prenos podataka svi učesnici u trgovini su međusobno povezani i u realnom vremenu obavljaju transakcije. Za razvoj vanberzanske trgovine neophodno je da informacioni sistem obezbedi korisnicima da sve faze trgovanja obavljaju iz svojih kancelarija ili iz svojih kuća, koristeći "On-line" komunikaciju. Takođe, značajan preduslov obavljanja ove trgovine je dematerijalizacija akcija.

Aktivnosti na vanberzanskom - VT tržištu učesnici realizuju posredstvom naloga, bilo da se radi o standardnim nalogima, koji su namenjeni za periodične aukcije, ili o posebnim nalogima, kojima se regulišu sve specifični zahtevi. Nalozi se mogu dostaviti u pismenoj formi, putem pošte ili elektronskim putem. Pre nego što se nalog uvrsti na listing vrši se kontrola njegove validnosti. Obzirom na visok stepen liberalizacije u pristupu trgovine na vanberzanskom tržištu, potrebno je učesnicima obezbediti maksimalnu sigurnost. Iz ovog razloga vrši se kontrola svakog naloga pre njegovog uparivanja. Kontrola naloga za proveru svodi se na proveru da li kupac u momentu podnošenja naloga raspolaže dovoljnom količinom novca da pokrije svoju kupovinu i proviziju VT (u Češkoj ovu funkciju obavlja poštanska štedionica). Kontrola naloga za prodaju vrši se u Registru akcija, proverom stanja na depo računu podnosioca naloga, tj. da li nalogodavac ima dovoljan broj hartija za prodaju. Svi nalozi koji prođu fazu provere validnosti naloga predstavljaju predmet trgovine. Suma naloga za kupovinu predstavlja agregatnu tražnju, dok suma naloga za prodaju predstavlja agregatnu ponudu.

Nakon trgovine neophodno je obezbediti saldiranje. Ono predstavlja proces ispunjenja obaveza preuzetih u toku aukcije: prodavac da isporuči hartije od vrednosti a kupac da izvrši isplatu.



Veliki deo akcija koje se nalaze u sekundarnoj prodaji nalazi se na listingu vanberzanskog trgovnaja. U prilogu 3 i 4 prikazana je sekundarna ponuda akcija u okviru vanberzanske trgovine u toku 1999. i 2000.godine.

U tom smislu vanberzansko tržište treba da omogući lakše uključivanje pojedinaca i svih pravnih lica u trgovini sa hartijama od vrednosti. Iako regulisano, vanberzansko tržište omogućava lakšu i mnogih procedura oslobođenu trgovinu sa hartijama. Istovremeno ono podstiče, s jedne strane, preduzetnike da ulaze u nove preduzetničke zahvate, a s druge strane, razvija poverenje imaoaca sitnih ušteđevina da ih ulažu u profitabilne i konkretne projekte i preduzeća. Uz to, ovo tržište bi, zajedno za berzama, dobrinelo transformaciji mnogih državnih fondova, penzionih fondova, osiguravajućih društava, itd. u značajne učesnike finansijskog tržišta. Ne treba zaboraviti da bi vanberzansko trgovanje doprinelo značajnom finansijskom opismenjavanju građana i menadžmenta u svim institucijama.

## Zaključak

1. Tranzicija postsocijalističkih društava nije slobodno izabrana solucija, već nužna posledica urušavanja sistema, koji više nije bio u stanju da obezbeđuje svoj dalji razvoj. Loše kodiran privredni model ne može da dovede do zdrave motivacije, tako da je odsustvo motivacije bilo glavni sistemski defekt socijalističkog privrednog modela. Obzirom na različitost genotipa zemalja u tranziciji, nužna je izrada sopstvenog nacionalnog programa tranzicije i detaljno razrađenog algoritma njegovog sprovođenja. Dobro osmišljavanje procesa tranzicije predstavlja prioritetan strateški zadatak naše ekonomske politike. Cilj ekonomske tranzicije je uspostavljanje tržišne privrede sa privatnom svojinom kao preovlađujućim svojinskim odnosom i integralnim tržištem, kao osnovnim oblikom regulacije ekonomskih tokova, pri čemu "mozak" tržišne privrede predstavljaju finansijska tržišta. Shodno ovome, glavne poluge sprovođenja tranzicije su privatizacija i razvoj finansijskih tržišta, koji su u stvari međusobno podstičući procesi. Naime, privatizacija stvara tržišni materijal za razvoj finansijskog tržišta, dok finansijsko tržište, omogućavajući obavljanje transakcija sa kapitalom, ubrzava sprovođenje procesa privatizacije. Zato je realizacija tranzitornog procesa dugotrajan i mukotrpan posao, koji pored jasne vizije i umešnosti, zahteva i politički konsenzus.

2. Razvoj privatno-svojinskih oblika privređivanja, kao jedan od elemenata tranzicije, može se ostvariti na dva načina: ili razvojem autohtonog privatnog sektora ili privatizacijom državno-društvenog sektora. U svim zemljama u tranziciji preovladalo je mišljenje da bi promena svojinske strukture u ovim privredama na bazi razvoja autohtonog privatnog sektora bio proces koji vremenski ne bi mogao da zadovolji potrebu brze svojinske transformacije, tako da je u praksi ovih privreda dobila na značaju privatizacija državno-društvenog sektora. Bez efikasne privatizacije nije moguće stvoriti tržišni privredni sistem u kome preduzećima neće biti potrebna briga i stalna pomoć države. Procena vrednosti preduzeća je prvi korak u promeni vlasnika kapitala. Kod nas je prinosa metoda označena kao osnovna, dok metoda neto imovine ima korektivnu ulogu, tako da dominantnu težinu u donošenju konačnog zaključka o vrednosti preduzeća ima prinosa metoda, uz napomenu da će se po novom konceptu vrednost preduzeća iskazivati, ne u jednoj cifri, već se utvrđivati raspon vrednosti. Sumirajući rezultate desetogodišnjeg odvijanja procesa privatizacije ne možemo nimalo biti zadovoljni, jer se nismo mnogo odmakli od početka, tako da je od esencijalnog značaja ubrzati ovaj proces. U tom cilju treba radikalno izmeniti Zakon o svojinskoj transformaciji ili što je još izvesnije doneti novi Zakon. Cilj donošenja novog Zakona je otklanjanje brojnih negativnosti, koje je ispoljio prethodni Zakon. Pre svega, ideja je da privatizacija koja nam prethodi bude maksimalno transparentna, kako bi se izbegle sve potencijalne korupcije i afere, koje su neminovno pratile sve procese privatizacije u drugim istočnoevropskim zemljama. Dalje, privatizacija mora da bude efikasna, obavezna i vremenski oročena (4-5 godina), tako da će sva preduzeća morati ovaj proces da okončaju u zadatom intervalu, s tim što će u Zakonu biti ugrađene brojne stimulativne mere za preduzeća koja efikasnije, tj. u kraćem vremenskom intervalu završe privatizaciju. Ključna izmena u odnosu na prethodni Zakon odnosiće se na modele privatizacije, gde će primat biti dat modelu prodaje strateškom partneru (70-75%), dok će manjinski deo 10-15% biti besplatno podeljen zaposlenima, a ostalih 15% biće namenjeno vaučerskoj privatizaciji, jer se planira da deo akcija dobiju i nezaposleni. Ključna institucija za privatizaciju biće privatizacioni program, dok će uloga

Vlade, ministarstva i Agencije za privatizaciju biti različita. Agencija će kod velikih strateških preduzeća organizovati transparentne investicione tendere u cilju maksimiziranja transakcione cene. Uloga Agencije i ministarstva u privatizaciji malih i srednjih preduzeća biće svedena na nivo monitoringa i kontrole, pri čemu će inicijativa za njihovu privatizaciju biti potpuno decentralizovana. Uspeh privatizacije u značajnoj meri zavisiće i od kvaliteta edukativne kampanje namenjene naših građanima o svim pitanjima, koja se tiču privatizacije i uopšte procesa tranzicije. Prema tome, privatizacija je kamen temeljac tržišne privrede u koju moramo ući brzo, ali ne i prebrzo. Paralelno sa ovim procesom neophodno je sprovesti i šire ekonomske reforme uz odvijanje procesa internacionalizacije, uključivanjem inostranih eksperata i finansijskih organizacija, uz neprekidnu težnju na participaciji inostranih investitora.

3. Kako tvrdo budžetsko ograničenje znači sprovođenje politike uravnoteženosti, ne samo državnog budžeta, nego i javnih finansija u celini, to se posebna pažnja mora posvetiti načinu pokrivanja deficita u javnim finansijama. Ako se deficit pokriva iz realnih izvora, tj. emitovanjem i prodajom državnih obveznica na otvorenom finansijskom tržištu i to bez prodaje centralnoj banci, to je siguran pokazatelj da se finansijski sistem nalazi u vodama čvrstog budžetskog ograničenja. Obzirom da je kod nas deficit u budžetu najčešće pokrivan iz primarne emisije, izazivanjem gubitaka u javnim preduzećima i neizmirivanjem obaveza državnih preduzeća prema dobavljačima i drugim poveriocima, to je rezultiralo u "procvatu" finansijske nediscipline i mekog budžetskog ograničenja. Suština mekog budžetskog ograničenja ogleda se u tome da se bolesne ćelije privrednog organizma ne odstranjuju, već da svoju bolest prenose i na zdrave ćelije, odnosno insolventna preduzeća svoju insolventnost socijalizuju i na taj način nekako opstaju, ali pri tome finansijski onesposobljavaju zdrava preduzeća, što dovodi do opšte nelikvidnosti cele privrede i enormnog porasta kamatnih stopa. Poboljšanje performansi jugoslovenskog finansijskog sistema nemoguće je ostvariti bez uspostavljanja tvrdog budžetskog ograničenja, koje opet nije moguće bez otklanjanja fundamentalnog nedostatka, tj. bez eliminisanja svojinske nekonzistentnosti u temeljima celokupnog privrednog sistema.

4. Visina poreskog tereta značajno utiče na odvijanje transakcija i funkcionisanje finansijskog tržišta. Diferencirano oporezivanje prihoda po izvorima distorzivno deluje na ekonomski efikasnu alokaciju resursa. Međutim, čak i jednako opterećenje svih prihoda, koje bi se obezbedilo primenom jedinstvenog poreza sa proporcionalnom stopom, ne udovoljava zahtevu teorijskog optimuma u alokaciji resursa, obzirom da favorizuje nerad, jer ga ne opterećuje. U poreskom sistemu u kome porez na dobit korporacija funkcioniše odvojeno od poreza na dohodak fizičkih lica javlja se ekonomsko dvostruko oporezivanje, koje pogađa samo prihode u obliku dividende ali ne i prihode u vidu kamata. Kako ovakav poreski tretman dividendi utiče destimulativno na razvoj tržišta kapitala, onda mnoge države, posebno one u kojima se finansijsko tržište nalazi u početnoj fazi razvoja, pribegavaju brojnim merama kako bi smanjile ili eliminisale negativne efekte ekonomskog dvostrukog oporezivanja na funkcionisanje finansijskog tržišta, što predstavlja tav. poresku integraciju. U tom cilju naš zakonodavac je predvideo da oporezivi prihod od kapitala čini 50% bruto dividendi i drugih prihoda ostvarenih učešćem u dobiti raspodeljenih obvezniku. Na razvoj tržišta kapitala, takođe, bitno utiče i fiskalni tretman kapitalnog dobitka. U našem poreskom sistemu dozvoljeno je prebijanje kapitalnih gubitaka sa kapitalnim dobitcima. Ako se i nakon ovog prebijanja iskaže kapitalni gubitak, dopušteno je njegovo prebijanje u narednih pet godina na račun budućih kapitalnih dobitaka. Stojimo na stanovištu da je zakonodavac u cilju pospešivanja razvoja našeg finansijskog tržišta trebao da dopusti mogućnost pravnim i fizičkim licima da kapitalne dobitke ostvarene

putem prodaje akcija, obveznica i drugih hartija od vrednosti izuzme iz poreske osnovice u celini ili delimično. Pored ovoga, zakonodavac ne bi načinio grešku ako bi barem u narednih 3-5 godina oslobodio plaćanja svih poreskih oblika vlasnike akcija, kako bi se izbeglo negativno dejstvo ekonomskog dvostrukog oporezivanja na razvoj tržišta kapitala.

5. Ljudski kapital je vrlo značajan, ako ne i najvažniji faktor ekonomskog razvoja. U savremenim uslovima privređivanja efikasnost proizvodnje je u najdirektnijoj korelacionoj vezi sa obrazovanjem, shvaćenim kao sistem efikasnog osposobljavanja individue za samostalni rad i kritičko razmišljanje, kao i za stvaralačko delovanje. Potpunom afirmacijom kategorije znanja, u smislu prvorazrednog razvojnog činioca, koji istovremeno deluje na sve ostale faktore razvoja, bačeno je sasvim novo svetlo na kompleks obrazovanja, tako da formacija znanja predstavlja najveću investiciju u svakoj ekonomski razvijenoj zemlji. Prema tome, samo sa visokim kvalitetom obrazovanja moguće je brže koračati u budućnost, koja je zbog dinamike nastalih promena u privredi i društvu sve neizvesnija, a za one koji nisu u stanju da se pravovremeno prilagođavaju suštinskim naučnim i tehnološkim promenama u sve turbulentnijem okruženju, gotovo i fatalistički obojena. Kako informacione tehnologije sve više postaju osnova u postupku dolaženja do novih znanja, kao i u procesu njegovog širenja, utoliko se na poznavanje ove tehnologije mora fokusirati pažnja i u našoj zemlji prilikom obrazovanja stručnjaka svih profila. Tako da svi oni koji štede u sredstvima za nauku i obrazovanje zakidaju sami sebi od budućnosti. Sadašnja obrazovna situacija u Srbiji ima karakteristike začaranog kruga. Zbog opadanja vrednosti društvenog proizvoda u poslednjoj deceniji, izdvajanja finansijskih sredstava za nauku i obrazovanje su iz godine u godinu beležila silazni trend, posmatrano u realnim veličinama, što je efekuiralo u smanjenju kvaliteta obrazovanja, uz naglasak da će se ova erozija kvaliteta našeg obrazovnog sistema vrlo teško i uz mnogo napora popraviti. Međutim, raduje činjenica da kod nas postoji spremnost da se krene u ozbiljne promene obrazovnog sistema, koje bi nas izvukle iz ćorsokaka u kome se sada nalazimo i koje će nam otvoriti vrata za reintegraciju u evropske i svetske obrazovne procese. Obzirom da ulaganje u obrazovanje kadrova za rad na finansijskim tržištima ima karakter strateške investicije, to zahteva da se u budućnosti značajna pažnja posveti sticanju opštih i specijalističkih znanja vezanih za problematiku finansijskih tržišta. Oba ova oblika obrazovanja treba izvoditi simultano, jer nemamo dovoljno vremena da kroz povećanje broja specijalista vršimo širenje opšteg nivoa znanja, kako je to u svetu činjeno.

6. Najodgovornija i najkompleksnija uloga na tržištu kapitala, posebno u početnoj fazi njegovog razvoja, pripada državi. U savremenoj praksi vrlo je čest slučaj da država svoju ulogu kao investitor ili kao korisnik kapitala koristi u cilju regulisanja ponude i tražnje kapitala i ukupnih tržišnih odnosa na njemu. Međutim, daleko najznačajnija je regulativna funkcija države. Ukoliko država ovu funkciju obavlja uspešnije, utoliko su i svi faktori i indikatori tržišnih odnosa na tržištu kapitala kvalitetniji, i obrnuto. U obavljanju ove funkcije država ima na raspolaganju određeni arsenal instrumenata od kojih su najvažniji: zakonska regulativa, osnivanje određenih organa i komisija i instrumentarij zaštite. Naš institucionalni okvir definisan raznim zakonima je u značajnoj meri kompatibilan sa razvijenim zemljama. Međutim, i ovde treba izvršiti određene korekcije i poboljšanja, posebno kada su u pitanju zakonska rešenja vezana za svojinsku transformaciju, poreski sistem, bankarski sistem i mesto NBJ u njemu, finansijske posrednike, institucionalne investitore, itd., a sve u cilju harmonizacije našeg zakonodavnog okvira sa pravnim strukturama evropskih zemalja. Što se tiče dogradnje infrastrukture, treba hitno rešiti pitanje centralnog registra i centralnog depozita, da nem se ne desi ono što se dešavalo u Rusiji, da ljudi kupuju gomile nekih papira i da tek kasnije ustanove da se evidencija tih papira nigde ne vodi, da ne mogu da dokažu vlasništvo na njima i da s njima ne mogu da

urade ništa. Zatim treba u celini formirati akcionarski fond i izneti te akcije na Berzu. Takođe, se moraju razdvojiti nadležnosti NBJ, koja treba da uredi tržište novca, od nadležnosti Komisije za hartije i Ministarstva za vlasničku transformaciju, koji bi trebalo da urede i nadziru tržište kapitala. Najveći nedostatak našeg pravnog sistema je privilegovan položaj dužnika, što je suprotno logici tržišnog privređivanja, gde centralno mesto pripada vlasniku kapitala - investitoru. U tom smislu nužno je što pre otkloniti ovu anomaliju, uz obezbeđenje uslova vlasniku kapitala da zauzme mesto koje mu inače pripada. S druge strane, uspešnost privrednih reformi u tranzitornim ekonomijama, a time i kod nas zavisi i od procesa liberalizacije kontrole kapitala. Dakle, država putem svog regulatornog mehanizma do određene granice predstavlja osnov efikasnog funkcionisanja tržišta, međutim, prelazak te granice dovodi do toga da preterana regulativa predstavlja kočioni mehanizam za razvoj privrede.

7. Konceptija monetarne politike u tranzitornom periodu mora da stavi akcenat na umereno restriktivnu politiku kreiranja novca i kredita, uz fleksibilnu državnu kontrolu tržišnog formiranja cena, kamatnih stopa i deviznog kursa. Jedino tako koncipirana monetarna politika obezbeđuje dovoljno manevarskog prostora za sinhronizovano usklađivanje privredne strukture i otklanjanje osnovnih sistemskih i konjunkturalnih inflacionih žarišta, bez izazivanja dodatne nelikvidnosti i kontra produktivnih, tj. neželjenih efekata na privrednu aktivnost. Nema razvoja našeg novčanog tržišta bez punog nadzora, uticaja i monetarne podrške Narodne banke Jugoslavije, kako preko eskontne i lombardne politike, tako i preko složenog mehanizma operacija otvorenog tržišta. Jednog momenta je NBJ, zbog ekstremno loše ekonomske situacije i naglašene finansijske nediscipline svih učesnika u robnom i platnom prometu, gotovo ostala bez ikakvog efikasnog instrumenta monetarnog regulisanja. Prema tome, da bi došlo do razvoja našeg novčanog tržišta, a posebno tržišta novca, neophodno je da NBJ zauzme mesto u našem finansijskom sistemu koje joj i pripada, tj. da postane jedna nezavisna i respektibilna monetarna institucija. S druge strane, ograničavajući faktori za brži razvoj našeg novčanog tržišta nalaze se, ne samo u objektivnim i eksternim faktorima, već ih treba tražiti u subjektivnim okolnostima, tj. u stručnoj inertnosti nepoznavanja suštine suptilnog mehanizma, instrumentarija i inostranih iskustava u razvoju novčanog tržišta, ali i u nerazumevanju i neprihvatanju inovativnih predloga za osavremenjavanje domaćeg novčanog tržišta od strane zvaničnih institucija. Dok se ne ispune uslovi da operacije na otvorenom tržištu postanu dominantan oblik monetarne regulacije, neophodno je pribegavati korišćenju prelaznih oblika, kao što su aukcije kredita centralne banke, jer su one sa stanovišta alokativne efikasnosti i kreditnog rizika superiornije od postojećih instrumenata.

8. Polazeći od stanja u kome se nalazi bankarski sistem Jugoslavije, nameće se zaključak da je nužno pristupiti procesu restrukturiranja, ukoliko se želi njegov oporavak i ozdravljanje. Restrukturiranje bankarskog sistema deo je ukupnih tržišnih reformi, tako da je neophodno da se ovaj proces odvija na dva nivoa: na nivou poslovnog okruženja banke ( stvaranje otvorene privrede sa umerenim sistemom zaštite domaće privrede, cenovna i valutna stabilnost, uravnoteženost budžeta, efikasan sistem zaštite poverilaca, politička stabilnost) i na institucionalnom nivou same banke (odvija se kroz sledeće faze: osvešćenje, promena tima menadžera, "ceđenje drenovine", preraspodela gubitaka i obnavljanje finansijske ravnoteže i profitabilnosti). Međutim, nikako ne smemo zaboraviti da je restrukturiranje jedan vrlo kompleksan i prilično dug proces a ne čin, čiji je ključni faktor uspeha tajming. Naime, restrukturiranje bankarskog sektora mora biti usaglašeno sa kompleksnim tržišnim reformama, pre svega, privatizacijom i uz postojanje političkog konsenzusa. U našim akademskim krugovima ne postoji saglasnost o načinu razrešenja

nagomilanih problema u bankarstvu, tj. postoji dilema da li koristiti likvidaciju, sanaciju ili restrukturiranje banaka. Postupak likvidacije je najređe u upotrebi i uglavnom je usmeren na manje banke, jer u bankarstvu nije dozvoljeno delovanje tržišnih zakonitosti do kraja, obzirom na činjenicu da bankrotstvo u jednoj banci prouzrokuje domino efekat na privredne subjekte u široj okolini. Iz ovoga proizilazi da je sanacija jeftinije rešenje od bankrotstva. Kod nas su se do sada izdiferencirala tri modela sanacije: redukcionni koncept sanacije, sanacija banaka dokapitalizacijom i sanacija banaka kroz formiranje državne banke. Pristalice smo drugog modela sanacije banaka, uz naglasak da sanacija treba da prethodi privatizaciji, kao segmentima procesa restrukturiranja banaka. U naučnim i stručnim krugovima, takođe, ne postoji usaglašenost stavova o modelu restrukturiranja bankarskog sistema Jugoslavije. Neslaganja se odnose na pitanje poreskog tereta, vremenskog trajanja ovog procesa i pitanja restrukturiranja dužnika - preduzeća. Bez obzira za koji model ili modele restrukturiranja banaka ćemo se opredeliti, njegova implementacija mora da se odvija uz uvažavanje sledećih principa: otvoriti bankarski sektor stranoj konkurenciji, ohrabriti i podstaći procese konsolidacije, pojačati superviziju, usaglasiti regulativu sa međunarodnim standardima, unaprediti upravljanje rizicima, paralelno vršiti restrukturiranje dužnika i konsolidaciju i sanaciju banaka, rehabilitovati štednju, puno uvažavanje tržišnih kriterijuma, itd. Uspešnost procesa restrukturiranja banaka podrazumeva ravnomernu raspodelu tereta na vlasnike, deponente i državu. Kako je ovaj proces bolan, to znači da će određeni broj banaka morati da ide pod stečaj i likvidaciju, dok će se solventne banke privatizovati putem metoda dokapitalizacije ili putem prodaje. Zbog izuzetne važnosti uspešnog završetka ovog procesa, neophodno je istaći da on mora da ima ograničeni vremenski horizont. "Rak rana" procesa rehabilitacije našeg bankarskog sistema je nedovoljnost i ograničenost finansijskih sredstava (prema preliminarnim procenama i analizama za uspešno sprovođenje procesa rehabilitacije banaka potrebno je obezbediti preko 20 milijardi nemačkih maraka). Takođe, smatramo da treba afirmisati koncept univerzalne banke, koja će imati ključno mesto na finansijskom tržištu, zato što su banke jedine kadrovski, tehnički i organizaciono spremne za obavljanje transakcija na finansijskom tržištu, ali i zbog toga što ovaj tip banke dominira u Evropi, što će opet dovesti do harmonizacije našeg bankarskog sistema sa evropskim bankarskim strukturama. U tom smislu prednost dajemo upravljačkom, a ne anonimnom akcionarstvu, jer se naše banke moraju transformisati iz klasične konzervativne u savremenu banku tržišnog tipa, čija bi osnovna delatnost bila proizvodnja i plasman bankarskog proizvoda zasnovanog na tržišno-preduzetničkim principima. Stoga, nastanak i razvoj tržišta kapitala treba shvatiti kao nužnost i komplementarni element, a ne kao supstitut bankarskog sektora.

9. Vrlo značajno mesto na finansijskom tržištu pripada institucionalnim investitorima. Njihova finansijska snaga na našem tržištu je zanemarljiva, ali to ne znači da se ove grupe učesnika trebamo unapred odreći, već naprotiv moramo raditi na iznalaženju modusa za njihovo jačanje (penzioni fondovi i osiguravajuća društva), ali i za osnivanje novih (investicioni fondovi). U sklopu ukupnih ekonomskih reformi, značajna pažnja mora biti usmerena na korenitu reformu našeg penzionog sistema. Smatramo da je najoptimalnije rešenje kombinovanje postojećeg sistema tekuće isplate sa sistemom pune kapitalizacije, koga karakteriše kontinuirana periodična uplata sredstava zaposlenih u penzioni fond, koja se kasnije isplaćuju kao penzije. Cilj kome trebamo težiti je da se jedan deo penzija, koji odgovara socijalnom minimumu, finansira iz tekućeg dohotka, dok drugi, varijabilni deo treba finansirati putem kapitalizacije. Uvođenje kapitalizovanog penzionog sistema značajno bi povećao potencijal za razvoj tržišta kapitala. Međutim, ne smemo se zavaravati da ovaj i ostale probleme možemo rešiti čarobnim štapom preko noći, već da nam za to treba vreme od nekoliko godina. Sredstva penzionih fondova, iako su kvantitativno manja

od bankarskih, zbog svoje ročne strukture imaju krucijalan značaj za funkcionisanje tržišta kapitala. U početnoj fazi razvoja tržišta kapitala, treba regulativom ograničiti investicione aktivnosti penzionih fondova, u tom smislu što će se ograničiti procenat kapitala koji može da se investira u vlasničke, tj. rizičnije hartije. Sa jačanjem finansijske snage penzionih fondova regulativa bi se sužavala i sve više liberalizovala u pogledu ograničenja u strukturi njihove investicione aktivnosti. Reforma jugoslovenskog penzionog sistema mora da se odvija paralelno sa ravojem tržišta kapitala, jer kapitalizovani penzioni fondovi ne mogu opstati ukoliko nemaju mogućnosti da svoja sredstva plasiraju i oplode na tržištu kapitala, prevashodno kroz ulaganja u obveznice. Ojačani penzioni fondovi dejstvom povratne sprege mogli bi značajno da potpomognu privatizacione procese velikih i infrastrukturnih preduzeća. Dakle, stvaranju kapitalizovanog penzionog fonda treba pristupiti onda kada se otkloni finansijska nedisciplina i visoki kreditni, kamatni i inflatorni rizici i kada se stvori jasan koncept gde će se plasirati slobodna sredstva.

10. Za razvoj delatnosti osiguranja i osiguravajućih društava u Jugoslaviji značajna je 1990.godina, od kada ova delatnost počinje da posluje u skladu sa načelima tržišne privrede. U momentu rasplamsavanja poslova osiguranja i reosiguranja dolazi do pojave čitavnog niza negativnih okolnosti, počev od uvođenja sankcija međunarodne zajednice 1992.godine, pa sve do NATO agresije 1999.godine, što je imalo katastrofalne posledice na delatnost osiguranja. Inače, osiguravajuće organizacije imaju stalne i predvidive prilive u vidu premija osiguranja, tako da predstavljaju krupne finansijske magnate, te da stoga imaju vrlo važnu ulogu na tržištu kapitala. Međutim, kao i kod penzionih fondova i za osiguravajuće kompanije važe određena ograničenja u strukturi investicione aktivnosti, a sve u cilju zaštite interesa osiguravača. Posmatrano u globalnim razmerama finansijska snaga naših osiguravajućih organizacija je beznačajna. Uzimajući u obzir i druge pokazatelje, kao što su: gustina osiguranja ili iznos premije po stanovniku i učešće premije osiguranja u društvenom bruto proizvodu, dolazimo do istog zaključka. Značaj osiguravajuće delatnosti dominantno je determinisan stanjem u kome se privreda nalazi, tako da iskustva iz oblasti osiguranja razvijenih zemalja za našu zemlju u sadašnjoj situaciji mogu biti samo putokaz za budući razvoj. Prema tome, tek posle stabilizacije u uzlaznog trenda u privrednim kretacima, što će usloviti porast nominalnog i realnog dohotka pravnih i fizičkih lica, može se očekivati da će se povećati njihove preferencije za razne vidove osiguranja. Sve dotle uticaj osiguravajućih organizacija na razvoj finansijskog tržišta biće minoran.

11. Investicioni fondovi su nebankarske i nedepozitne finansijske institucije, koje putem emisija akcija obezbeđuju najefikasniju mobilizaciju atomizirane štednje i njenu odgovarajuću alokaciju u najprofitabilnije plasmane. U pogledu vremena osnivanja investicionih fondova u zemljama u tranziciji ne postoje jedinstveni stavovi. Naime, jedni smatraju da sa njihovim uvođenjem u finansijski sistem treba pričekati, dok drugi misle da investicione fondove treba osnivati i u sadašnjim uslovima tranzitornih ekonomija, ali u nešto modifikovanoj formi, tj. da oni budu u funkciji svojinskih promena. Zbog toga u većem broju zemalja u tranziciji fomirani su vaučerski investicioni fondovi, koji svoje akcije menjaju za vaučere, koje su građani dobili u procesu svojinske transformacije. Uvažavajući činjenicu da naše banke ne uživaju poverenje kod građana, investicioni fondovi bi se mogli javiti kao nova forma finansijskog posredovanja u formi prvorazrednih nekompromitovanih tržišnih ustanova, pri čemu bi se u ulozi njihovih osnivača mogle javiti banke, jer jedino one raspolazu adekvatnim kadrovskim, operativnim i tehničkim potencijalima neophodnim za njihovo funkcionisanje. Preduslovi uspešnog funkcionisanja investicionih fondova u zemljama u tranziciji, kao i kod nas su: povratak kredibiliteta države, vladavina prava, povratak poverenja u rad finansijskih institucija, monetarna

stabilnost, nastavak procesa privatizacije, funkcionisanje sekundarnog finansijskog tržišta, postojanje zadovoljavajuće kadrovske strukture, itd. Investicioni fondovi bi omogućili građanima oslobađanje od donošenja odluka o ulaganju svojih sredstava, dok bi se s druge strane početna visoko disperzovana vlasnička struktura koncentrisala pod okriljem nekoliko fondova, koji bi mogli da promovišu nove principe upravljanja preduzećima. Smatramo da bi fondovi omogućili i priliv stranog kapitala, jer bi se povećala zainteresovanost naših iseljenika za ovakvu formu investiranja zato što im je ista dobro poznata, jer investicioni fondovi vrlo uspešno posluju u zemljama u kojima oni žive i rade. Zbog toga smatramo da treba, što je pre moguće<sup>369</sup> krenuti sa osnivanjem ovih fondova, jer upravo oni treba da predstavljaju faktor koji će uticati na povratak poverenja građana u štednju.

12. Kako je preduzeće osnovna ćelija privrednog organizma, to znači da od njegovog "zdravlja" zavisi funkcionisanje celokupnog organizma. Naša preduzeća nalaze se u nezavidnoj situaciji usled dejstva objektivnih i subjektivnih činilaca. Karakteriše ih zastarelost tehnike i tehnologije, značajna neiskorišćenost instaliranih kapaciteta, nepoštovanje osnovnih ekonomskih principa, neuposlenost radne snage, tako da je nivo njihove efikasnosti pao ispod svakog minimuma. Menadžerski timovi velikih preduzeća uglavnom svu svoju energiju i znanje usmeravaju na rešavanje gorućih problema (nelikvidnost, prezaduženost, isplata zarada i drugih obaveza, zaustavljanje erozije kapitala, narušenost finansijske ravnoteže), dok razvojnu komponentu potiskuju u drugi plan, tako da svoja preduzeća pretvaraju u svojevrstne zatočenike postojeće strukture poslovnog i tržišnog portfolija. Iz ovog razloga ova preduzeća ne mogu predstavljati naš oslonac u promenama usmerenih ka uključivanju u međunarodnu zajednicu i svetsko tržište, tako da se u fokusu pažnje moraju naći mala i srednja preduzeća. MSP efikasno doprinose povećanju ponude neophodnih potrošnih dobara, otvaranju novih radnih mesta, ponovnom uspostavljanju privrednih veza između pojedinih zemalja i regiona. Zbog toga primarni zadatak naše Vlade mora biti stimulacija osnivanja novih i razvoj postojećih MSP, zato što ona pokazuju najveću fleksibilnost u odnosu na privredna kretanja. Kako se proces vlasničke transformacije, mislimo na legalnu transformaciju, odvija vrlo sporo i nezadovoljavajuće, sasvim je izvesno da u bliskoj budućnosti ne možemo očekivati ozbiljne promene u vlasničkim odnosima nad kapitalom. U tom kontekstu ključnu ulogu odigrće novi Zakon o privatizaciji, tako da se po njegovom usvajanju očekuje brza, ali ne i prebrza privatizacija, pre svega putem prodaje preduzeća. Proces privatizacije neće teći glatko, tako da se očekuju brojni problemi, posebno kod velikih preduzeća, za koja postoji opredeljenje da se najpre izvrši privatizacija uz pomoć strateških partnera, pa da se tek onda krene sa njihovim restrukturiranjem. Po pitanju privatizacije malih i srednjih preduzeća prevladava koncept njihove aukcione prodaje. Uspeh privatizacije direktno će determinisati ponudu akcija na tržištu kapitala, a samim tim i njegov razvoj, tako da je sasvim izvesno da je razvoj tržišta kapitala omeđen rezultatima procesa svojinske transformacije. Preduzeća da bi bila jedan od aktera na tržištu kapitala moraju da obezbede javnost rezultata njihovog poslovanja, kako bi se videlo kakav je uticaj imalo njihovo poslovanje na njihove akcije i na sudbinu tih akcija.

13. Dilersko-brokerske firme imaju nezamenljivu ulogu u povezivanju deficitnih i suficitnih jedinica na finansijskom tržištu. Kako su u novoj Jugoslaviji iskustvo i tradicija berzanskog poslovanja vrlo skromni, to zahteva da se pri trasiranju razvojnog puta ove delatnosti moramo oslanjati na iskustvo, kako razvijenih, tako i zemalja u tranziciji. Ključnu ulogu u razvoju dilera i brokera i ovde će imati država, koja mora brojnim

---

<sup>369</sup> U toku su pregovori sa stranim partnerima o osnivanju prvog investicionog fonda u Srbiji.



stimulativnim merama da podstakne ovu delatnost. Ovde je izvesno da će najpre doći do jačanja brokerske, pa tek onda i dilerske delatnosti iz prostog razloga što je za rad brokera potrebno obezbediti mnogo manje finansijskih sredstava, nego li za dilerski način poslovanja. Brokerske i dilerske firme, pored jačanja finansijske snage, svoju pažnju moraju istovremeno usmeriti i na jačanje kadrovskog potencijala i tehničku opremljenost rada. Trenutno na našem finansijskom tržištu posluje oko 60-tak posrednika, te smatramo da je to previše za dostignuti nivo njegovog razvoja. U tom kontekstu neophodno je izvršiti određene izmene u zakonu koji tretira ovu probolematiku, a pre svega treba uvesti i apsolutno precizirati uslove za osnivanje i rad ovih institucija, jer se one bave poverenjem građana i kapitala, te stoga moraju da dokažu da su dostojne poverenja i unutar i van naše zemlje.

14. Ekstremne alternative, kao što su držanje visokog nivoa gotovine, kao osiguranja likvidnosti ili balansiranje sa graničnim veličinama mogu da budu vrlo neracionalne i rizične, tako da ne odgovaraju potrebama prakse. Zbog toga portfelj hartija od vrednosti, kao instrument likvidnosti je nešto što je izuzetno afirmisano u bankarstvima razvijenih ekonomija, usled čega likvidnost banaka izlazi iz uskih okvira prostog održavanja gotovinskih stanja na računima banaka i postepeno prerasta u poslovnu disciplinu dublje ekonomske sadržine. Dakle, u ovim zemljama hartije od vrednosti su vrlo privlačan i ustaljen instrument za izmirivanje obaveza prema poveriocima i za davanje u zalog, radi obezbeđenja plaćanja. Struktura ponude kratkoročnih hartija na Beogradskoj berzi je zadovoljavajuća za dostignuti stepen razvoja našeg finansijskog tržišta, ali obim i broj transakcija daleko su od željenog nivoa. Iz ovoga proizilazi da naše tržište novca ne poseduje niti odgovarajuću širinu, niti odgovarajuću dubinu, iz prostog razloga što su mali broj i siromašna struktura tržišnih učesnika na njemu kompatibilni obimu prometa. Do unapređenja poslovanja na tržištu novca dolaziće paralelno sa promenama u makroambijentu, a koje su vezane za ozdravljenje banaka, jačanje uloge NBJ, razvoj posredničkih finansijskih organizacija, poštovanje pravila tvrdog budžetskog ograničenja, cenovnu i valutnu stabilnost, strukturu novčane mase, porast dohodaka i štednje, itd.

15. Akcije kao instrument obezbeđenja kapitala vlasničkog karaktera široko su prihvaćene u zemljama sa razvijenom tržišnom privredom. Iako je njihov rok dospeća praktično neograničen u momentu emisije, njihova atraktivnost potiče iz činjenice što one svojim vlasnicima donose čitav niz materijalnih i nematerijalnih prava, ali i mogućnost da ih svakog momenta mogu na sekundarnom tržištu kapitala konvertovati u gotovinu. Obzirom na vrlo nepovoljan ekonomski i politički milje u kome se razvija jugoslovensko tržište kapitala, ne čudi podatak da je učešće akcija u ukupnom prometu ostvarenom na Beogradskoj i Montenegro berzi gotovo zanemarljivo, jer se kreće u intervalu od 2% do 7%. Obveznice kao instrument obezbeđenja zajmovnog kapitala jedan su od najzastupljenijih i najprivlačnijih instrumenata u razvijenim ekonomijama, jer one nude garantovan i unapred poznat prinos u vidu kamate, pri čemu su i lako utržive. Međutim, kako obveznice nemaju ugrađeni zaštitni mehanizam od uticaja inflacije to je zainteresovanost investitora da svoj kapital na nestabilnim tržištima plasiraju u njih vrlo ograničena. Usled prevelikog rizika ulaganja u ovu vrstu efekata na jugoslovenskom finansijskom tržištu ne postoji trgovina drugoročnim, već isključivo kratkoročnim obveznicama. Ovakva situacija će biti prisutna sve dok se nivo rizika u ovaj finansijski instrument ne svede na prihvatljiv nivo za investitore. "Kamen spoticanja" daljeg razvoja našeg tržišta kapitala je neadekvatni svojinski ambijent, te je u tom kontekstu nužan efikasan proces privatizacije državnih i društvenih preduzeća. Prethodni i međusobno povezani uslovi uspešnog nastavka ovog procesa su: temeljno prestrukturiranje privrede, tvrdo budžetsko ograničenje, uređenje problematike iskazivanja poslovnih rezultata i

revizije tih iskaza, odgovarajuća kadrovska struktura, efikasna zaštita poverilaca, strogo sankcionisanje prekršioca finansijske discipline, regulisanje problematike insajder informacija, stimulatívna poreska politika, jačanje finansijske snage institucionalnih investitora, itd. Kao što se vidi reč je o visoko korelisanim procesima, koji moraju da se odvijaju sinhronizovano. Pored toga, neophodno je da se u početku promet akcijama odvija isključivo na berzi, jer otkrivanje cena akcija i obveznica u zemlji kao što je naša mora da se desi na jednom mestu, jer za primenu drugih postupaka mi nemamo dovoljno tradicije i znanja, ali i kontrole da bi se to regulisalo.

16. U svetskoj praksi tokom vremena iskristalisao se veliki broj pokazatelja razvijenosti finansijskog tržišta ( dostignuti sklad između komercijalnih banaka, ostalih banaka i nebankarskih intermedijarnih finansijskih institucija, berzi i pomoćnih i specijalizovanih finansijskih organizacija, razvijenost sekundarnog tržišta kapitala, struktura novčane mase, odnos između ukupne količine novca i nominalnog društvenog proizvoda). Bez obzira koji od ovih pokazatelja uzeli u obzir dolazimo do nedvosmislenog zaključka da je naše finansijsko tržište nerazvijeno i neefikasno. Radi sagledavanja kretanja na Beogradskoj berzi ustanovljen je indeks na kratkoročne dužničke hartije od vrednosti, zato što one dominiraju u prometu. Ključni parametri ovog indeksa su kamata i ročnost, kod koga sa porastom kamatnih stopa dolazi do pada vrednosti, dok isti pokazuje tendenciju rasta sa porastom ročnosti hartija. Ovaj indikator je prilično dobro konstruisan, tako da može da posluži kao značajna smernica u donošenju poslovnih odluka investitora i emitenata.

17. Nepovoljnu okolnost, da smo jedina zemlja u Evropi koja nema tržište kapitala i nijednu firmu sa čijim se akcijama aktivno trguje, treba da iskoristimo kao šansu da nađemo pravu strategiju i koncept kako da se to uradi na najbolji način u cilju izbegavanja grešaka, koje su se javljale kod drugih zemalja u tranziciji, ali i da se iskoriste njihova iskustva pri oblikovanju najboljih rešenja. U tom smislu se pred nama otvara strateško pitanje: kakvo tržište kapitala želimo da kreiramo i kako da to učinimo na najefikasniji način? Kreiranje tržišnog ambijenta i vladavine prava, stvaranje uslova za domaće i strane investitore, kroz budući ekonomski program, kao i sam interes akcionara, trebalo bi da dovedu do druge faze u kojoj će doći do sekundarnog trgovanja akcijama. Na taj način bi se rešavao i problem neefikasnosti insajderske privatizacije u smislu nepodobnosti tog modela za restrukturiranje naših preduzeća. Uvođenje spoljnih vlasnika i koncentrisanje vlasništva treba da dovede do suštinskog koraka kod insajderske privatizacije, koji će obezbediti otvaranje firmi za nove investitore i vlasnike, koji su spremni da ulože svoj kapital, da obezbede pristup novim tržištima, upravljački *know how* i da promene poslovnu filozofiju menadžerskih timova. Pri trasiranju novih razvojnih pravaca jugoslovenskog tržišta kapitala ne sme se zanemariti iskustvo drugih zemalja u tranziciji, da ukoliko se trgovanje ne obavlja na transparentan i jasan način i ukoliko ne postoji neophodna institucionalna infrastruktura, već se proces odvija spontano i neorganizovano, da to dovodi do neuspeha i kompromitovanja celog procesa. Ako ne postoje jasna pravila igre za sve učesnike, dolazi do pojave konfliktnih interesa, isključivanja stranih i domaćih investitora iz igre i favorizovanja menadžment grupa, koje su bliske centrima odlučivanja. Ovakva kretanja rezultiraju u eroziji kapitala (*stripped the assets*) i transferu vlasništva od državnog i opšteg ka pojedincima, koji nemaju nameru da restrukturiraju preduzeća i da ih učine uspešnim. Prema tome, bazni koncept razvoja tržišta kapitala kod nas je organizovano i regulisano trgovanje akcijama uz jasna pravila i punu transparentnost procesa, obasjanu reflektorima javnosti rada na berzi. Ukoliko se istraje na novom konceptu privatizacije možemo očekivati da će do razvoja našeg tržišta kapitala doći u narednih 3-7 godina, pri čemu valja očekivati da će se na listingu Berze naći akcije

nekoliko preduzeća sa najboljim performansama, dok će se ostalim akcijama trgovati na vanberzanskom tržištu.

18. Uspešnost razvoja jugoslovenskog finansijskog tržišta zavisice i od saradnje sa međunarodnim finansijskim organizacijama i berzama, pre svega evropskih. U toku su pregovori za uspostavljanje saradnje sa NEWEX-om (New European Exchange), berzom specijalizovanom za hartije od vrednosti iz centralne i istočne Evrope, čiji su osnivači Nemačka i Bečka berza. Cilj uspostavljanja ove saradnje je dobijanje dvojnog listinga za naše akcije, tj da se kotiraju i na NEWEX-u i na Beogradskoj berzi. Na ovaj način obezbedilo bi se finansiranje naših kompanija u zoni evra, uz istovremeno otvaranje pristupa evropskim investitorima našim najlikvidnijim akcijama. U toku je i intenzivna saradnja sa Atinskom berzom, koja pre svega pruža pomoć u obučavanju kadrova sa Beogradske berze. Smatramo da saradnju sa drugim berzama treba još više intenzivirati, a u doglednoj budućnosti razmišljati i o eventualnom spajanju naše Berze sa nekim drugim berzama, jer ovaj trend je zastupljen i kod mnogo razvijenijih i snažnijih berzi.

19. Prema tome, u kom pravcu i kojim intenzitetom će se razvijati naše finansijsko tržište zavisi od toka događaja svih pobrojanih činilaca. Smatramo da finansijsko tržište i banke ne smeju biti u konfrontaciji, već da treba da potpomažu međusobni razvoj. Takođe, smatramo da najveći zamajac razvoju tržišta kapitala treba da da proces svojinske transformacije, koji ne sme rezultirati u velikom broju besplatno podeljenih akcija i shodno tome razučenoj vlasničkoj strukturi sa anonimnim akcionarima. Dakle, ključni potezi su na strani države i njene zakonodavne i izvršne vlasti, tako da će od celishodnosti i efikasnosti preduzetih mera zavisiti tok razvoja, ne samo finansijskog tržišta, već i tržišne privrede uopšte, koja je jedino u stanju da ovoj zemlji i ovim ljudima obezbedi uslove života i rada, koji će biti dostojni čoveka kao humanog bića. Ono što je sigurno je to da trebamo očekivati gradualistički razvoj našeg finansijskog tržišta, odnosno smatramo da će najpre doći do razvoja tržišta novca, pa tržišta obveznica i na kraju tržišta akcija, jer bez dobrog tržišta obveznica nema ni tržišta akcija. Smatramo, da zbog velikog kašnjenja, moramo raditi na paralelnom razvoju svih ovih tržišnih segmenata, a da dostizanje postavljenih ciljeva možemo očekivati tek u budućem periodu u roku od 3-7 godina. Ovde ne smemo prenebregnuti i činjenicu da tržište kapitala moramo "oblikovati" prema tome odakle će doći kapital i ko će biti vlasnici kapitala. Da li će to biti kapital koji je za proteklih 10 godina napustio našu zemlju, da li će to biti etno kapital ili strani kapital, ili će to biti kombinacija sva tri oblika kapitala? Smatramo da će strani kapital doći na kraju, kada strani ulagači budu sigurni da bez preterano velikog rizika mogu da ulažu i na Beogradskoj berzi.

## Literatura

1. Altman, E. I., *Handbook of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York, 1986.,
2. Ansoff, H., *Readings in Strategic Management*, MacMillan Press, London, 1989.,
3. Anthony, N. R., *Management Accounting*, Richard Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1995.,
4. Arandžević Zoran, *Ekonomika Jugoslavije u novim uslovima*, ECPD, Beograd, 1995.,
5. Arandžević Nikola, *Beogradska berza*, Berza br.3, Želnid, Beograd, 1991.,
6. Arandžević Nikola, *Dominacija učešća hartija od vrednosti u ukupnom prometu*, Novac i razvoj br.19-20, Beograd, 1995.,
7. Arandžević Nikola, *Uloga banaka u prometu kratkoročnih hartija od vrednosti*, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000.,
8. Arandžević Nikola, *Finansijski menadžment - kao poslovati na finansijskim tržištima*, Zbornik radova: Finansijski i bankarski menadžment u savremenim uslovima privređivanja, Ekonomski fakultet, Priština, 1997.,
9. Arsić Zoran, *Akcionarsko društvo - akcije i obveznice*, Financing br. 3, Financing centar, Novi Sad, 1996.,
10. Atje, R., Jovanović, B., *Stock markets and development*, European Economics Review 37, 1993.,
11. Bakker F. P. Age, *International Financial Institutions*, Prentice-Hall, London, 1996.,
12. Banić Miodrag, *Konsolidacija i sanacija banaka sa osvrtom na svestko iskustvo*, Svet finansija br. 169, Dnevnik Štamparija, Novi Sad, 1997.,
13. Banović Ratko, *Uloga Narodne banke Jugoslavije na tržištu hartija od vrednosti*, Vesnik, Beograd, 1992.,
14. Banović Ratko, *Monetarna politika i poslovanje banaka*, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000.,
15. Bartulović Mirko, *Država i berza*, Berza br.1, Želnid, Beograd, 1993.,
16. Begović, B., Živković, B., Mijatović, B., *Novi model privatizacije u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije Beograd - Smederevska Palanka, 2000.,
17. Bencivenga, V.R., Smith, b.D., Starr, R.F., *Transaction costs, technological choice and endogenous growth*, Journal of Economic Theory 67, 1995.,
18. Berger, N. A., Udell, F. G., *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, Journal of Banking & Finance 22, no. 6-8, Elsevier, 1998.,
19. *Bilten Beogradske berze*, Beogradska berza, više brojeva,
20. Boarov Dimitrije, *Apostoli srpskih finansija*, Stubovi kulture, Beograd, 1997.,
21. Bogoev Ksente, *Osnovne karakteristike savremenih fiskalnih sistema*, Finansije br. 11-12, Grmeč, Beograd, 1989.,
22. Božina Lovre, *Berza - potreba ili "novi hir" jugoslovenskih finansija*, Jugoslovensko bankarstvo br.1, UBJ, Beograd, 1990.,

23. Božić Radomir, *Finansiranje preduzeća i finansijsko tržište*, Institut za ekonomska istraživanja, Priština, 1998.,
24. Brekić Jovo, *Analiza i srednjoročna projekcija kadrova*, EI, Zagreb, 1975.,
25. Brekić Jovo, *Strateški menadžment*, Megatrend, Beograd, 1991.,
26. Bradley A. Richard, Myers C. Stewart, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Inc., New York, 1991.,
27. Broadbent, B., Barro, J. R., *Central bank preferences and macroeconomic equilibrium*, Journal of Monetary Economics 39, no.1, Elsevier, 1997.,
28. *Budapest Stock Exchange Annual Report 1998*, Budapest Stock Exchange, 1999.,
29. *Business Week*, 17.05.1990.,
30. Buch M. Claudia, *Creating Efficient Banking Systems - Theory and Evidence from Eastern Europe*, Kiles Studien, 1996.,
31. Van Horne C. James, *Fundamentals of Financial Management*, 9<sup>th</sup> Edition, Prentice-Hall, London, 1989.,
32. Van Horne C. James, *Financijsko upravljanje i politika (Financijski menadžment)*, MATE, Zagreb, 1993.,
33. Van Horne C. James, *Financial Markets and Flows*, Prentice-Hall, London, 1990.,
34. Van Horne, J. C., Dipchand, C. R., Hanrahan, J. R., *Fundamental of Financial Management*, Prentice-Hall Canada Inc. Scarborough, Ontario, 1983.,
35. Vasiljević Branko, *Prinos i rizik finansijskih instrumenata*, Berza br.1., Želnid, Beograd, 1997.,
36. Vasiljević Branko, *Osnovi finansijskog tržišta*, Diamond Hard, Beograd, 1997.,
37. Vasiljević, B., Jelić, R., Zarić, D., *Upravljanje u bankama*, Centar za ekonomska istraživanja, Beogradska banka, Beograd, 1990.,
38. Vašer, M., *Finansijski inženjering*, Jugoslovensko bankarstvo br. 8, UBJ, Beograd, 1990.,
39. Vitorović Bogoljub, *Finansijska strategija optimalne strukture kapitala preduzeća*, Finansije br.3-4, Grmeč, Beograd, 1997.,
40. Vidas-Bubanja Marijana, *Investicioni fondovi - kako podstaći štednju*, Poslovna politika, septembar-oktobar 2000.,
41. Vollmann, T. E., *The transformation Imperative*, Harvard Business Schol Press, Boston, 1996.,
42. Vujnović, B., Cvjetićanin, D., *Dalji putevi privatizacije*, Poslovna politika, Beograd, jun 1998.,
43. Vuković Dragoslav, *Osvrt na organizovano finansijsko tržište - savremeni operativni koncept, standardi*, karakteristike, Financing 2-3, Novi Sad, 1998.,
44. Vuković, D., Kelečević, L., Dukanac, S., *Analiza akcija - strana iskustva*, Berza br.2, Želnid, Beograd, 1996.,
45. Vučetić Veljko, *Akcije sa svojstvima prioriternih participativnih akcija*, Financing br.10/99, Financing centar, Novi Sad, 1999.,
46. Vučković Miloš, *Bankarstvo, organizacija, poslovanje banaka*, Naučna knjiga, Beograd, 1967.,
47. Gajić Dragutin, *Finansijsko tržište u Jugoslaviji i obnova berzanskog poslovanja posle II svetskog rata*, Berza br.6, Želnid, Beograd, 1994.,
48. Gifford, C., Stevens, J.A., *Making Money on Stock Exchange*, London, 1956.,
49. Gill David, *How the set up a Country Fund - The Guide to investing in Emerging Securities Markets*, Euromoney Publications, London, 1990.,
50. Gnjatović Dragana, *Obveznice Kraljevine Srbije na Beogradskoj i stranim berzama*, Berza br.8, Želnid, Beograd, 1992.,

51. *Godišnji izveštaj 1993*, Beogradska berza, Beograd, 1993.,
52. *Godišnji izveštaj 1994*, Beogradska berza, Beograd, 1994.,
53. *Godišnji izveštaj 1995*, Beogradska berza, Beograd, 1995.,
54. *Godišnji izveštaj 1996*, Beogradska berza, Beograd, 1996.,
55. Godstein Morris, *The Case for an International Banking Standard*, Institute for International Economics, Washington D. C., 1997.,
56. Golijanin Milan, *Izgradnja savremenog finansijskog tržišta u Jugoslaviji*, Finansije br.9-10, Grmeč, Beograd, 1992.,
57. Greenley, *Strategic Management*, Prentice-Hall, New York, 1989.,
58. Grilli, V., Masciandaro, D., Tabellini, G., *Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries*, Economic Policy 13, 1991.,
59. Grozdanović Dragiša, *Efikasnost transformacije u uslovima ekonomske blokade*, Monografija: Upravljanje ključnim aspektima transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet, Kragujevac, 1999.,
60. Grupa autora, *Finansijsko tržište Jugoslavije*, Ekonomski institut, Beograd, 1993.,
61. Grupa autora, *Tržište novca i tržište kapitala u Jugoslaviji*, Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1990.,
62. Grupa autora, *Berza hartija od vrednosti i berzansko poslovanje*, Jugoslovensko tržište novca, Beograd, 1991.,
63. Grupa autora, *Finansijska tržišta*, Feljton, Novi Sad, 1994.,
64. Grupa autora, *Deoničarski kapital u Jugoslaviji*, Zemunska štampa, Beograd, 1990.,
65. Grupa autora, *Ekonomska efikasnost strategije preduzeća*, Ekonomski fakultet, Niš, 1995.,
66. Grupa autora, *Tržište novca i tržište kapitala u Jugoslaviji - instrumenti, organizacija, funkcije*, Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1990.,
67. Grupa autora, *Poslovanje novčanim hartijama od vrednosti*, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd, 1996.,
68. Dabić Stojan, *Znanje u funkciji razvoja finansijskog tržišta*, Zbornik radova sa IV Miločerskog savetovanja: Finansijska tržišta - sistem regulisanja odnosa, SES, Beograd, 1996.,
69. Dabić Stojan, *Hartije od vrednosti i finansijsko tržište*, Vesnik, Beograd, 1989.,
70. Dabić Stojan, *Berze i njihovo funkcionisanje*, Pravni život 1-2, Beograd, 1992.,
71. Dabić Stojan, *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Beograd, 1990.,
72. Dabić Stojan, *Instrumenti na tržištu hartija od vrednosti*, Vesnik, Beograd, 1992.,
73. Dabić Stojan, *Akcionarstvo - mogućnosti i ograničenja*, Berza br.2, Želnid, Beograd, 1997.,
74. Dabić Stojan, *Transformacija finansijskog sektora*, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000.,
75. Dabić Stojan, *Mogućnosti tranzicije jugoslovenske privrede i preduzeća - omogućiti tržištu da funkcioniše*, Poslovna politika, Zemun, 1998.,
76. Dale Richard, *Risk and Regulation in Global Securities Markets*, London, 1996.,
77. Dale Richard, *Universal banking: The German model*, Banker July 1986.,
78. Dalton John, *How the Stock Market Works?*, New York Institute of Finance, 1994.,
79. Dahinger, L. D., Mulbacher, H., *International Monetary System*, Addison-Wesley Publishing Company, 1991.,
80. Debelle, G., Fischer, S., *How independent should a central bank be?* In: Fuhrer, J.C., Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers, Federal Reserve of Boston, Boston, Conference Series, vol.38, 1995.,

81. Dedović Mihailo, *Berze - mesta špekulacija ili institucije stabilnosti privrede?*, Jugoslovensko bankarstvo br.5-6, UBJ, Beograd, 1992.,
82. Dedović Mihailo, *Berzanske špekulacije - nezaobilazne*, Berza br.1, Želnid, Beograd, 1993.,
83. Diamong W. Douglas, *Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt*, Journal of Political Economy, 1991.,
84. Dixon Rob, Holmes Phil, *Financial Markets: The Guide for Business*, Chapman and Hill, London, 1992.,
85. Doyle P., *Marketing Management and Strategy*, Second Edition, Prentice - Hall Europe, London, 1998.,
86. Drucker Peter, *Postkapitalističko društvo*, Privredni pregled, Beograd, 1995.,
87. Drucker Peter, *Inovacije i preduzetništvo*, Privredni pregled, Beograd, 1991.,
88. Đukić Đorđe, *Efikasnost konverzije potraživanja u akcije banaka kao modaliteta restrukturiranja banaka i preduzeća*, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000.,
89. Đukić Đorđe, *Pretpostavke za funkcionisanje tržišta akcija*, Zbornik radova: 130 godina Investbanke, Vesnik, Beograd, 1992.,
90. Đukić Đorđe, *Monetarna vlast i stabilnost novca*, Litopapir, Čačak, 1992.,
91. Đurić Dragana, *Berze i banke*, Berza br.5, Želnid, Beograd, 1996.,
92. Đuričin Dragan, *Sistemske, tranzicione i interne pretpostavke transformacije privrede*, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000.,
93. Đuričin Dragan, *Ubrzanje procesa privatizacije i poseban program*, Poslovna politika, Beograd, jun 1998.,
94. Đurović-Todorović Jadranka, *Poslovanje kratkoročnim hartijama od vrednosti na finansijskom tržištu Jugoslavije*, Zbornik radova: Finansijski i bankarski menadžment u savremenim uslovima privređivanja, Ekonomski fakultet, Priština, 1997.,
95. Đurović-Todorović Jadranka, *Efikasnost finansijskog tržišta*, Ekonomske teme br.1, Ekonomski fakultet, Niš, 1997.,
96. Đurović-Todorović Jadranka, *Nužnost razvoja tržišta akcija u Jugoslaviji*, Ekonomske teme br.2, Ekonomski fakultet, Niš, 1997.,
97. Đurović-Todorović Jadranka, *Akcija kao instrument svojinske transformacije preduzeća*, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet, Niš, 1997.,
98. Đurović-Todorović Jadranka, *The Belgrade Stock Exchange - An Embryo of the Financial Markets in Yugoslavia*, Facta Universitatis, University of Niš, 1997.,
99. Đurović-Todorović Jadranka, *Politički uticaj na centralnu banku*, Ekonomske teme br. 2, Ekonomski fakultet, Niš, 1998.,
100. Đurović-Todorović Jadranka, *Obveznice kao fleksibilan instrument finansiranja preduzeća*, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet, Niš, 1998.,
101. Đurović-Todorović Jadranka, *Neki aspekti analize akcija*, Monografija: Upravljanje ključnim aspektima transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet, Kragujevac, 1999.,
102. Đurović-Todorović Jadranka, *Značaj tržišnih indeksa za investiranje u akcije*, Zbornik radova: Investiciono odlučivanje u uslovima tranzicije, Ekonomski fakultet, Priština, 1999.,

103. Edwards, F.R., Mishkin, F.S., *The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy*, NBER Working Paper Seruesm no.4993, 1995.,
104. Edwards Sebastian, Tabbellini Guido, *Explaining fiscal policies and inflation in developing countries*, Journal of International Money and Finance 10, 1991.,
105. Elyasiani, E., Mansur, I., *Sensitivity of the bank stock returns distribution to changes in the level and volatility of interest rate: A GARCH-M model*, Journal of Banking & Finance 22, no. 5, Elsevier, Amsterdam, 1998.,
106. Erić Dejan, *Promena uloge finansijskog menadžmenta u uslovima razvijenih finansijskih tržišta*, Zbornik radova: Finansijski i bankarski menadžment u savremenim uslovima privredivanja, Ekonomski fakultet, Priština, 1997.,
107. Erić Dejan, *Finansijska tržišta i instrumenti*, Naučna knjiga, Beograd, 1997.,
108. Eugen Brigham, Gapenski Louis, *Intermediate Financial Decisions*, Prentice-Hall, New York, 1990.,
109. Živančević Miloš, *Obveznice kao fleksibilni instrument finansiranja u razvijenim zemljama*, Finansije br.5-6, Želnid, Beograd, 1994.,
110. Živković Aleksandar, *Analiza efikasnosti monetarne politike u Jugoslaviji*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1993.,
111. Živković A., Komazec, S., *Monetarna ekonomija - Mehanizam i politika efikasnog upravljanja novcem*, Čigoja, Beograd, 1998.,
112. Živković A., Popović, S., *Monetarna politika privrede u tranziciji: slučaj Jugoslavije*, Ekonomske teme br.2, Ekonomski fakultet u Nišu, 2000.,
113. Živković Aleksandar, Ristić Žarko, *Finansijske institucije i tržišta*, Viša poslovna škola, Beograd, 1995.,
114. Zagrafski Evgenije, sa izlaganja na *Savetovanju o razvoju tržišta hartija od vrednosti*, Skoplje, 9-14. mart 1998.,
115. Zdravković, D., Komazec, S., Ristić, Ž., Živković, A., *Finansijska tržišta i berze*, Pelikan-print, Niš, 1998.,
116. Zebić Milutin, *Uzanse Beogradske berze*, Berza br.7-8, Želnid, Beograd, 1992.,
117. Zebić Milutin, *Osnivanje Beogradske berze*, Berza br.2, Želnid, Beograd, 1992.,
118. Zebić Milorad, *O berzama i posebno o Beogradskoj berzi*, Beograd, 1937.,
119. Zeremski Vojislav, *Upravljanje finansijsma u preduzeću*, GIP Slobodan Jović, Beograd, 1992.,
120. Zeremski V., Zarkić-Joksimović, N., *Upravljanje finansijama u preduzeću*, Centar za razvoj menadžmenta FON-a, "Slobodan Jović", Beograd, 1992.,
121. Zec Miodrag, *Tržište kapitala*, Finansije br.7-8, Grmeč, Beograd, 1988.,
122. Zec Miodrag, *U ostalom Kartaginu treba razoriti*, Ekonomska politika br.2334/2335, Beograd, 1996.,
123. Zec, M., Živković, B., *Tranzicija*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 1997.,
124. Indro, C. D., Leach, T. R., Lee, Y. W., *Sources of gains to shareholders from bankruptcy resolution*, Journal of banking & Finance 23, no. 1, Elsevier, 1999.,
125. *International Capital Markets - New Directions*, Institute of Finance, New York, 1989.,
126. *International Capital Markets - Developments and Prospects*, IMF, Washington, 1991.,
127. Ivanišević Milorad, *Obveznice i njihova tržišna vrednost*, Knjigovodstvo 10/89, Beograd, 1989.,



128. Ivanišević Milorad, *Osnovni elementi dividendne politike*, Zbornik radova: Finansijski i bankarski menadžment u savremenim uslovima privređivanja, Ekonomski fakultet, Priština, 1997.,
129. James H. Lorie, Mry T. Hammilton, *The Stock Market - Theories and Evidence*, Chicago, 1973.,
130. *Japan Fact Book 1998.*, Tokyo Stock Exchange, Tokyo, 1998.,
131. Jensen C. Michael, Meckling H. William, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics 3, 1976.,
132. Jojić, R., *Preduzeće - teorije i praksa, organizacije i rukovođenja*, Veselin Masleša, Sarajevo, 1989.,
133. Jovanović Đorđe, *Pribavljanje kapitala putem emitovanja akcija*, Finansije br.5-6, Grmeč, Beograd, 1993.,
134. Jovanović Đorđe, *Finansijsko komuniciranje efektima na tržištu kapitala*, Finansije br.7-8, Grmeč, Beograd, 1996.,
135. Jovanović Đorđe, *Tehnologija rada na tržištu kapitala*, Finansije br.1-2, Grmeč, Beograd, 1995.,
136. Jovanović Đorđe, *Tržište kapitala i oblici priliva stranog kapitala u funkciji privrednog razvoja*, Finansije br.7-8, Grmeč, Beograd, 1997.,
137. Jovanović Miodrag, *Finansije u teoriji i praksi*, Prosveta, Niš, 1996.,
138. Jovanović Miodrag, *Razvoj Finansijskog tržišta u Jugoslaviji*, Ekonomika 3-4, Niš, 1994.,
139. Jovanović Miodrag, *Uloga banaka u razvoju finansijskog tržišta u Jugoslaviji*, SZR S. Todorov, Beograd, 1994.,
140. Jovanović Miodrag, *Razvoj finansijskog tržišta bitna pretpostavka za razvoj tržišne ekonomije*, Ekonomske teme br.2, Ekonomski fakultet, Niš, 1996.,
141. Jovanović Miodrag, *Poverenje u bankarski sistem - bitan uslov razvoja finansijskog tržišta*, Institut za ekonomska istraživanja, Niš, 1997.,
142. Jovanović Miodrag, Đurović-Todorović Jadranka, Đorđević Marina, *Finansijsko tržište u funkciji obnove i razvoja Jugoslavije*, Ekonomske teme br.2, Ekonomski fakultet, Niš, 1999.,
143. Jovanović Miodrag, Đurović-Todorović Jadranka, *Uloga banaka u razvoju finansijskog tržišta kod nas*, Monografija: Strategija transformacije velikih preduzeća u uslovima globalizacije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.,
144. Jovanović Miodrag, Đurović-Todorović Jadranka, *Uloga i značaj analize hartija od vrednosti*, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet, Niš, 1999.,
145. Jovanović Miodrag, Đurović-Todorović Jadranka, *Uloga i funkcije komercijalnih banaka u tržišnim privredama*, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Noš, 2000.,
146. Jovanović Miodrag, Krstić Borko, *Uloga banaka u razvoju finansijskog tržišta i proces privatizacije*, Ekonomika preduzeća 46, specijalni broj 3-4, Niš, 1998.,
147. Jovanović Nebojša, *Istorija efektinih berzi*, Berza br.1, Želnid, Beograd, 1996.,
148. Jovanović Predrag, *Rizik kao ograničavajući faktor razvoja tržišta obveznica u Jugoslaviji*, Berza br.4, Želnid, Beograd, 1996.,
149. Jovanović Predrag, *Pokazatelji na tržištima akcija*, Privredni pregled, Beograd, 1995.,
150. Jovanović Predrag, *Penzioni fond kao investitor na tržištu kapitala*, Berza br.5-6, Želnid, Beograd, 1997.,
151. Jović Srboljub, *Bankarstvo*, Naučna knjiga, Beograd, 1990.,

152. Kaminow Ira, *Required reserve ratios, policy instruments and money stock control*, Journal of monetary Economics, October 1977.,
153. Kanatas George, Grenbaum Stuart, *Bank reseve requirements and monetary aggregates*, Journal of Banking & Finance, December 1982.,
154. Kastratović Miloš, *Finansijska tržišta za internacionalne operacije i jedinstveno Evropsko finansijsko tržište*, Finansije br.9-10, Grmeč, Beograd, 1995.,
155. Keane, S. M., *Stock Market Efficiency*, Philip Alan, Oxford, 1983.,
156. Kelečević Leposava, *Izloženost javnosti - interes učesnika na finansijskom tržištu*, Jugoslovensko bankarstvo 1-2/97, UBJ, Beograd, 1997.,
157. Kempr, L.J., *A Guide to World Money and Capital Markets*, McGraw-Hill Book Company, London, 1981.,
158. Kidwell, D.S., Peterson, R.L., *Financial Institutions, Markets and Money*, Dryden Press, Fourth edition, Chicago, 1990.,
159. King, M., *Changes in UK monetary policy: Rules and discretion in practice*, Journal of Monetary Economics 39, no.1, Elsevier, Amsterdam, 1997.,
160. King, R., Levine, R., *Finance entrepreneurship and growth: Theory and evidence*, Journal of Monetary Economics 32, Elsevier, 1993.,
161. Kohn, M., *Financial Institutions and Markets*, McGraw-Hill, New York, 1994.,
162. Komazec, S., Ristić, Ž., *Finansijska tržišta i berze - moderni finansijski menadžment*, Čigoja, Beograd, 1996.,
163. Kopcke, R.W., *The capitalization and portfolio risk of insuarance companies*, New England Economic Review, FRB of Boston, July/August, 1992.,
164. Korugić-Milošević Mila, *Restrukturiranje bankarskog sektora kao deo sveobuhvatnih ekonomskih reformi*, Poslovna politika, Beograd, jun 1998.,
165. Kovač, J., Komazec, S., *Finansijska konsolidacija banaka kao uslov razvoja finansijskog tržišta*, Berza br.7-8, Želnid, Beograd, 1997.,
166. Kovač Oskar, *Platni bilans i međunarodne finansije*, Beograd, 1994.,
167. Kovačević Milan, *Finansijska tržišta i oporezivanje*, Zbornik radova sa III Miločerskog savetovanja: Finansijsko tržište Jugoslavije - ograničenja i mogućnosti, SES, Beograd, 1995.,
168. Krasulja Dragan, *Poslovne finansije*, II deo, Ekonomski fakultet, Beograd, 1994.,
169. Krasulja Dragan, *Finansijska efektivnost i finasiranje investicija*, Naučna knjiga, Beograd, 1977.,
170. Krstić Borko, *Bankarstvo*, Prosveta, Niš, 1996.,
171. Krstić Borko, *Uloga banaka u procesu optimizacije konfliktnih interesa*, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet, Niš, 1999.,
172. Krstić Goran, *Razmere i karakteristike skrivenog tržišta rada u SRJ*, Zbornik radova: Mogućnosti tranzicije jugoslovenske privrede i preduzeće - omogućiti tržištu da funkcioniše, SEJ, Beograd, 1998.,
173. Kovačević Radovan, *Nove berze - razvoj i funkcionisanje*, Finansije br.5-6, Grmeč, Beograd, 1994.,
174. Kovačević Radovan, *Performanse domaćeg tržišta novca i kapitala i svetskog finansijskog tržišta*, Finansije br.11-12. Grmeč, Beograd, 1993.,
175. Kovačević Radovan, *Međunarodno tržište kapitala i položaj SR Jugoslavije*, Zbornik radova sa II Miločerskog savetovanja: Finansijska tržišta u periodu tranzicije, SES, Beograd, 1994.,
176. Kovačević Radovan, *Aktuelne tendencije na međunarodnom tržištu hartija od vrednosti*, Berza br.11, Želnid, Beograd, 1995.,
177. Komazec Slobodan, Ristić Žarko, *Finansijska tržišta i berze*, Čigoja, Beograd, 1996.,

178. Komazec Slobodan, *Neravnoteža na tržištu novca i kapitala i proces formiranja kapitala*, Berza br.7, Želnid, Beograd, 1992.,
179. Kovač Jovo, Komazec Slobodan, *Finansijska konsolidacija banaka kao uslov razvoja finansijskog tržišta*, Berza br.7-8, Želnid, Beograd, 1997.,
180. Kovač Oskar, *Platni bilans i međunarodne finansije*, Beograd, 1994.,
181. Kolb, R. W., *Understanding Securities Markets*, New York Institute fo Finance, New York, 1991.,
182. Kolin Meir, *Financial Institutions and Markets*, Mc-Graw-Hill, New York, 1994.,
183. Labus Miroljub, *Prestrukturiranje bankarskog sistema*, Poslovna politika, Beograd, jun 1999.,
184. Leko Vera, *Metode procene vrednosti preduzeća*, Zbornik radova: Mogućnosti tranzicije jugoslovenske privrede i preduzeća - omogućiti tržištu da funkcioniše, SEJ, Beograd, 1998.,
185. Levich, M. Richard, *International Financial Markets - Prices and Policies*, Irwin, McGraw-Hill, New York, 1998.,
186. Levine, R., Zervos, S., *Stock markets, banks and economic growth*, American Economic review 88, 1998.,
187. Levy Heine, Marshall Sarnat, *Capital Investment Financial Decisions*, Prentice-Hall, New York, 1990.
188. Lukić Radojko, *Hartije od vrednosti - metodološki aspekti*, Savremena administracija, Beograd, 1995.,
189. Lumby Steve, *Investment Appraisal and Financial Decisions*, Chapman and Hall, London, 1996.
190. Majnoni Giovanni, *Share Prices and Trading Volume: Indications of Stock Exchange Efficiency*, Roma, 1996.,
191. Malinić Slobodan, *Ekonomski ciljevi savremenog preduzeća i pluralizam interesa u njihovoj realizaciji*, Finansije br. 9-10, Grmeč, Beograd, 1997.,
192. Malinić Slobodan, *Računovodstveni izveštaji kao dispozitivi i kontrolni instrumenti u realizaciji osnovnih ciljeva preduzeća*, Studija: Menadžment i transformacija preduzeća, Ekonomski fakultet i IEI, Kragujevac, 1995.,
193. Marsenić Dragutin, *Ekonomika Jugoslavije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1994.,
194. Marsenić Dragutin, *Akumulacija, investicije i tranzicija*, Zbornik radova: Investiciono odlučivanje u uslovima tranzicije, Priština, 1999.,
195. Marsenić, V. D., Jovanović-Gavrilović, B., Rikanović, G., *Ekonomika Jugoslviije - kritičko suočavanje sa krizom*, Beograd, 1992.,
196. Madžar Ljubomir, *Finansijski aspekti privrednog razvoja*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1995.,
197. Mayer Colin, Vives Xavier, *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, 1995.,
198. Mayo B. Herbert, *Financial Institutions, Investments and Management - An Introduction*, Sixth Edition, The Dryden Press, 1998.,
199. Medojević Nebojša, *Tržišta akcija u zemljama u tranziciji - neka otvorena pitanja*, Berza br.3, Želnid, Beograd, 1997.,
200. Medojević Nebojša, *Saldiranje transakcija na tržištima kapitala*, Berza br.7-8, Želnid, Beograd, 1997.,
201. Melvin Michael, *International Money and Finance*, London, 1997.,
202. Menkhoff Lukas, *Monetary Policy Instruments for Europien Monetary Union*, London, 1997.,
203. Merton, R. C., *Continues - Time Finance*, Basil Blackwell, Oxford, 1990.,

204. Miller, M., Modigliani, F., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, Journal of Business 34, October 1961.,
205. Milinković Slavko, *Osnovne karakteristike i značaj tržišta kapitala za vlasničko prestrukturiranje i dugoročno finansiranje preduzeća*, Zbornik radova, 1992.,
206. Milisavljević Momčilo, *Strateg preduzeća i strateški izvori*, Monografija: Strategija razvoja i organizaciona struktura jugoslovenskih preduzeća, Ekonomski fakultet i NICEF, Beograd, 1990.,
207. Milićević-Špoljarić, D., *Model strateškog menadžmenta*, Direktor 6-8, Beograd, 1991.,
208. Milojević Dobrivoje, *Leksikon finansijskih tržišta: sa rečnikom na engleskom, nemačkom i srpskom jeziku*, Savremena administracija, Beograd, 1996.,
209. Milojević Dušan, *Poslovni bonitet preduzeća kao pretpostavka vlasničkog prestrukturiranja pomoću deonica*, Zbornik radova: Računovodstvo i poslovne finansije u uslovima svojinskog prestrukturiranja preduzeća, Savez računovođa i revizora Srbije, Zlatibor, 1992.,
210. Mishkin Frederic, *Financial Markets, Institutions and Money*, London, 1995.,
211. *Moody's Bond Record*, New York, January, 1988.,
212. Morgan, G., Thomas, S., *Taxes, dividend yields and returns in the UK equity market*, Journal of banking & Finance 22, no.4, Elsevier, Amsterdam, 1998.,
213. Moris, K., Siegel, M., Dabić, S., *U obliku novca - vodič kroz hartije od vrednosti*, IQ Media & HAT, Beograd, 1995.,
214. Morishima Michio, *Capital & Credit - A new formulation of general equilibrium theory*, Cambridge University Press, 1992.,
215. Mrkušić Žarko, *Novčano tržište*, 10. Oktobar, S. Palanka, 1973.,
216. Mrkušić Žarko, *Burzovno poslovanje*, Informator, Zagreb, 1990.,
217. Murinde, V., *Financial markets and endogenous growth: An econometric analysis for Pacific Basin countries*, Routledge, London, 1996.,
218. Nasdaq - Amex City News, 28. September, 1999.,
219. Nikolić Živan, *Neke mogućnosti bržeg razvoja tržišta kapitala*, Jugoslovensko bankarstvo br.12, UBJ, Beograd, 1990.,
220. Nikolić Mirjana, *Virtuelna berza*, Finansije br.5-6, Grmeč, Beograd, 1997.,
221. Novak Branko, *Sastav i analiza portfelja vrijednosnih papira*, Finansijska praksa br.3-4, Beograd, 1992.,
222. Novićević Blagoje, *Prinosna i konačna vrednost preduzeća: optimizam ili opreznost*, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000.,
223. Oldcorn, L.A., *Menadžment*, Svetslost, Sarajevo, 1990.,
224. Oxelheim Lars, *Financial Markets in Transition - Globalization, Investment and Economic Growth*, Routledge, London, 1996.,
225. Pagano, M., *Financial markets and Growth: An overview*, European Economic Review 37, 1993.,
226. Papaioannou, G. M., Duke, K. L., *The internationalization of emerging equity markets*, Finance and Development 9, 1993.,
227. *Paris Bourse Annual Review 1997*, Bourse de Paris, Pariz, 1998.,
228. *Paris Markets Flash Annual Review*, January 1999, SBG - Bourse de Paris, Pariz,
229. *Paris Markets Flash Annual Review*, January 2000, SBG - Bourse de Paris, Pariz,
230. Pejić Lazar, *Berze i berzanski poslovi*, Berza br.2, Želnid, Beograd, 1992.,

231. Perišin Ivo, *Svjetski finansijski vrtlog*, Naprijed, Zagreb, 1988.,
232. *Personal Income Tax System under Changing Economic Conditions*, OECD, Paris, 1986.,
233. Peters E. Edgar, *Order in the Capital Markets: a new View of Cycles, Prices and Market Volatility*, New York, 1996.,
234. Petrović Pero, *Neophodnost procesa privatizacije jugoslovenske privrede*, Finansije br. 5-6, Grmeč, Beograd, 1997.,
235. Pike Richanrd, Dobbins Richard, *Investment, Decisions and Financial Strategy*, Pholip Alan, London, 1986.,
236. Pilbeam Keith, *Finance and Financial Markets*, Macmillan Business, London, 1998.,
237. Popović Dejan, *Porez na dobit korporacija*, Ekonomski institut, Beograd, 1991.,
238. Popović Dejan, *Fiskalna politika i hartije od vrednosti*, Zbornik radova: 130 godina Investbanke, Vesnik, Beograd, 1992.,
239. Popović Dejan, *Nauka o porezima i poresko pravo*, Savremena administracija i Open Society Institute Constitutional and Legislative Policu Institute, Beograd, 1997.,
240. Popović Dejan, *Principi neutralnosti u poreskoj reformi u Srbiji i fiskalni razvoj u Evropi*, Finansije br. 1-2, Grmeč, Beograd, 1992.,
241. Popović, T., Minić, J., *Fenomen malih i srednjih preduzeća u savremenoj privredi*, Svet finansija br. 175, Vojvođanska banka, Novi Sad, 1998.,
242. Porter, E. M., *Competitive Advantage of Nations*, Macmillan, New York, 1990.,
243. *Prague Stock Exchange Annual Report 1998*, Prague Stock Exchange, Prague, 1999.,
244. Prindl, A., *Change and Continuity in Japanese Finance*, Banking World, vol.7, no. 3, 1989.,
245. Radmilović Stanko, *Suština svojinske transformacije, osnove procene vrednosti kapitala i nerešena pitanja podržavljene imovine u preduzećima*, Financing br. 1, Financing centar, Novi Sad, 1998.,
246. Radmilović Stanko, *Aktuelno stanje svojinske transformacije: sporost i konfuzija*, Financing br.10, Financing centar, Novi Sad, 1999.,
247. Radmilović Stanko, *Meko budžetsko ograničenje - velika prepreka za razvoj finansijskog tržišta*, Zbornik radova sa III Miločerskog savetovanja: Finansijsko tržišta Jugoslavije - ograničenja i mogućnosti, SES, Beograd, 1995.,
248. Radojičić Spasoje, *Osnovi trgovačkog prava*, Beograd, 1926.,
249. Rajan, R.G., Zingales, L., *Financial dependence and growth*, American Economic Review 88, 1998.,
250. Rakočević Živojin, *Kapital i novac svetskog finansijskog tržišta*, Finansije br.9-10, Grmeč, Beograd, 1997.,
251. Ranković Jovan, *Privatizacija i saniranje*, Niško savetovanje: Izazovi transformacije u realnom i finansijskom sektoru Srbije, Prosveta, Niš, 2000.,
252. Rees Bill, *Financial Analysis*, Prentice-Hall, New York, 1990.,
253. Reedy, T. M., *Securities Operations*, New York Institute of Finance, New York, 1990.,
254. Reilly, F. K., *Investment Analysis and Portfolio Management*, Dryden press, Chicago, 1989.,
255. *Revenue Statistics of OECD Member Countries 1965-1989.*, OECD, Paris, 1990.,
256. Ribnikar Ivan, *Akcije i akcionarstvo*, Jugoslovensko bankarstvo br.9, UBJ, Beograd, 1988.,

257. Ristić Žarko, *Fiskalni menadžment*, Savremena administracija, Beograd, 1995.,
258. Ristić Žarko, Radišić Marko, *Menadžment znanja i finansiranje nekonvencionalnih faktora razvoja*, Zbornik radova: Investiciono odlučivanje u uslovima tranzicije, Ekonomski fakultet, Priština, 1999.,
259. Ristić Ivan, *Frankfurtska elektronska berza hartija od vrednosti*, Jugoslovensko bankarstvo br.12, UBJ, Beograd, 1991.,
260. Ristić Života, *Učesnici na tržištu kapitala i hartija od vrednosti*, Vesnik, Beograd, 1992.,
261. Ristić Života, *Jugoslovensko finansijsko tržište sredinom devedesetih godina*, Finansije br.1-2, Grmeč, Beograd, 1996.,
262. Ristić Života, *Dileri i brokeri, tržišni materijal i standard na savremenom finansijskom tržištu*, III Miločersko savetovanje: Finansijsko tržište Jugoslavije - ograničenja i mogućnosti, SES, Beograd, 1995.,
263. Ristić Života, *Tržište kapitala - teorija i praksa*, Privredni pregled, Beograd, 1990.,
264. Ristić Života, *Tržište novca - teorija i praksa*, Privredni pregled, Beograd, 1990.,
265. Ristić Života, *Dilersko-brokerska delatnost - prošlost, sadašnjost i budućnost*, Jugoslovensko bankarstvo br. 7-8, Grmeč, Beograd, 1997.,
266. Ristić Ž., Jelić, R., *Finansijski instrumenti i hedžing transakcije na terminskom tržištu novca i kapitala*, UBJ, Beograd, 1991.,
267. Ritchken, P., *Options - Theory, Strategy and Applications*, Scott, Foresmann and Co., Glenview, 1987.,
268. Ritter S. Lawrence, *Principles of Money, Banking and Financial Markets*, Prentice-Hall, London, 1997.,
269. Roger, E. Kevin, *Nontraditional activities and the efficiency of US commercial banks*, Journal of Banking & Finance, Elsevier, Amsterdam, 1998.,
270. Rogers E. Kevin, *Nontraditional activities and the efficiency of US commercial banks*, Journal of Banking & Finance 22, No.4, Elsevier, Amsterdam, 1998.,
271. Rose S. Peter, *Money and Capital Markets*, Homewood, London, 1989.,
272. Rose S. Peter, *Financial Institutions: Understanding and Managing Financial Services*, London, 1995.,
273. Rose S. Peter, Kolari W. James, *Financial Institutions - Understanding and Managing Financial Services*, Fifth Edition, Irwin, London, 1995.,
274. Rosenthal, J. A., Ocampo, J. M., *Securitization of Credits*, John Wiley and Sons, New York, 1988.,
275. Ruehl, S., *Interest Rate Policy and Credit Rationing in Japan - New Perspectives on the Financial System*, Croom Helm, London, 1987.,
276. Rutterford Janette, *Introduction to Stock Exchange Investment*, Macmillan, London, 1983.,
277. Savin Davor, *Budžetski deficit i tržište novca*, Berza br.1, Želnid, Beograd, 1997.,
278. Savin Davor, *Monetarna politika i budžetski deficit*, Berza br. 7-8, Želnid, Beograd, 1997.,
279. Sayers, R.S., *Modern Banking*, Oxford Claredon Press, 1958.,
280. Sellon, G. H., *Changes in financial intermediations, the role of the pension and mutual funds*, FRB at Kansas City, Economic Review 3, 1992.,
281. Sekulović Marko, *Deset godina tranzicije postsocijalističkih privreda*, Ekonomske teme 1-2, Ekonomski fakultet, Niš, 1999.,
282. Sekulović Marko, *Socijalni genotip i tranzicija*, Zbornik radova: Zastoji u jugoslovenskoj tranziciji, IDN, Beograd, 1995.,

283. Sercu Piet, *International Financial Markets and the Firm*, Chapman and Hill, London, 1992.,
284. Siegel, D. R., Siegel, D. F., *Futures Markets*, Dryden Press, Chicago, 1990.,
285. Slović Slobodan, *Finansijska analiza za Quattro Pro for Windows 5.0*, Tehnička knjiga, Beograd, 1994.,
286. "Službeni glasnik RS", više brojeva,
287. "Službeni list SRJ", više brojeva,
288. Sharpe F. William, Alexander J. Gordon, *Investments*, Prentice Hall International, New York, 1990.,
289. *Standard & Poor's Guide*, New York, February, 1988.,
290. Stevanović Zorica, *Londonska berza*, Berza br.3, Želnid, Beograd, 1992.,
291. Stevanović Nikola, *Obračun troškova - teorija, metodologija i primena*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1991.,
292. Stefanović Vidoje, *Zadaci kadrovske funkcije za efikasnost transformacije preduzeća*, Monografija: Efikasnost transformacije preduzeća, Ekonomski fakultet u Nišu, 1998.,
293. Stigum Marcia, *The Money Market*, Dow Jones - Irwin, Homewood, Illinois, 1990.,
294. Stojanović Boban, *Ekonomska uloga države u procesu tranzicije*, Zbornik radova: Menadžment u privredama u tranziciji, Ekonomski fakultet, Niš, 1999.,
295. Stojanović Ivan, *Uloga tržišta u strukturnim prilagođavanjima jugoslovenske privrede*, Ekonomski anali br.128, Beograd, 1996.,
296. Schall D. Lawrence, Haley W. Charles, *Introduction to Financial Management*, 5<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill, New York, 1988.,
297. Schoenfelder Bruno, *Preispitivanje argumenata protiv oporezivanja dohotka od kapitala*, Finansijska praksa br. 1-2, Beograd, 1991.,
298. Tauzi Vito, *Fiscal Policy in Open Developing Economies*, IMF, Washington, 1990.,
299. *Taxation of Net Wealth*, Capital Transfers and Capital Gains of Individuals, OECD, Paris, 1988.,
300. *Taxing Profits in a Global Economy*, OECD, Paris, 1991.,
301. Tewels, R. J., Bradley, E. S., *The Stock Market*, John Wiley & Sons, New York, 1987.,
302. *The Dow Jones Averages*, The Educational Service Bureau, Dow Jones & Co. In., New York, 1994.,
303. *The Role of Tax Reform in Central and Eastern European Economies*, OECD, Paris, 1991.,
304. Thomas, A.W., *The Securities Market*, New York, 1989.,
305. Tobin, J., *On the efficiency of the financial system*, Lloyds bank review, July, 1984.,
306. Todorović, J., Stošić, I., Milosavljević, S., *Karakteristike i upravljački izazovi poslovanja velikih preduzeća*, Monografija: Strategija transformacije velikih preduzeća u uslovima Globalizacije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999.,
307. *Tokyo Stock Exchange 1999 Fact Book*, Tokyo Stock Exchange, Tokyo, 2000.,
308. Trklja Milivoje, *Uslovi i ograničenja ravnomernog oporezivanja prihoda u nas*, Svet finansija br. 172, Vojvođanska banka, Novi Sad, 1998.,
309. Ćirović Milutin, *Neki aspekti reforme finansijskog sistema*, Zbornik radova sa II Miločerskog savetovanja: Finansijska tržišta Jugoslavije, SES, Beograd, 1994.,
310. Ćirović Milutin, *Rejting obveznica*, Berza br. 4, Želnid, Beograd, 1992.,
311. Ćirović Milutin, *Koncepcija razvoja tržišta kapitala*, Vesnik, Beograd, 1992.,

312. Ćirović Milutin, *Monetarna ekonomija*, European Centre for Peace and Development University for Peace, Beograd, 1989.,
313. Ćirović Milutin, *Oblici priliva stranog kapitala*, Finansije br.1-2, Grmeč, Beograd, 1997.,
314. Ćirović Milutin, *Modifikovani investicioni fondovi*, Finansije 5-6, Grmeč, Beograd, 1995.,
315. Ćirović Milutin, *Devizni kursevi*, Bridge Company, Beograd, 2000.,
316. Ćosić, B., Jorgić, B., Pujić, D., *Berza hartija od vrednosti i berzansko poslovanje*, Jugoslovensko tržište kapitala, Beograd, 1991.,
317. Fabozzi, F.J., Modigliani, F., Ferri, M.G., *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice Hall, New York, 1994.,
318. Fabozzi, F. J., Pollack, I. M., *Handbook of Fixed Income Securities*, Dow Jones Irwin, Homewood, Illinois, 1987.,
319. Faerber Esme, *All About Bonds: from the inside out*, New York, 1993.,
320. Faerber Esme, *All About Stocks: from the inside out*, New York, 1995.,
321. Federation of the German Stock Exchange, *Insider Rules*, Frankfurt, 1990.,
322. *FIBV Annual Report 1997*, FIBV, Paris, 1998.,
323. *FIBV Annual Meeting 1998*, Kuala Lumpur, October 1998., FIBV, Paris,
324. *Financial Services Act*, HMSO, London, 1989.,
325. Fisher, E.D., Jordan, J.R., *Security Analysis and Portfolio Management*, New Jersey, 1957.,
326. *Fiscal Policies in Economies in Transition*, IMF, Washington, 1995.,
327. Foley Bernard, *Tržište kapitala*, MATE, Zagreb, 1991.,
328. *Focus Mounthly Newsletter*, December 1998., FIBV, Paris,
329. *Focus Mounthly Newsletter*, October 1999, FIBV, Paris,
330. Folkerts-Landan David, *The Reform of Wholesale Payment Systems and its Impact on Financial Markets*, New York, 1996.,
331. Frankel A. Jeffrey, *Financial Markets and Monetary Policy*, The MIT Press, London, 1995.,
332. Fransis Jack Clark, *Investments: Analysis and Management*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1992.,
333. Fullerfon, D., King, T., Shoven, J., Whaley, J., *Corporate Income Tax Integration in the United States: A General Equilibrium Approach*, The American Economic Review, 1981.,
334. Fulghieri, P., Rovelli, R., *Capital markets, financial intermediaries and liquidity supply*, Journal of Banking & Finance 22, Elsevier, Amsterdam, 1998.,
335. *Harvard Business Review*, September-Oktober, 1987.,
336. Harvylyshyn, O., McGettigan, D., *Privatization in transition countries: A sampling of the literature*, IMF, WP/99/6, January 1999.,
337. Haft, A.R., *Investing in Securities*, Macmillan, London, 1978.,
338. Hirshleifer, J., *Investment, Interest and Capital*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New York, 1970.,
339. Honeygold, D., *International Financial Markets*, Woodhead-Faulkner, Chambridge, 1989.,
340. Horst Gericke, *Die Borsenzulassung von Wertpapieren, Instituts fur Kapitalmarktforschung*, Frankfurt/M, 1982.,
341. Howard, B. B., Upton, M., *Introduction to Business Finance*, McGraw-Hill, Book Company, New York, 1953.,
342. <http://www.nyse.com>,



343. <http://www.belex.co.yu>,
344. <http://www.montenegroberza.com>,
345. <http://www.Strategy-business.com/strategy> 95402,
346. Hull John, *Options, Futures and Other Derivative Securities*, Englewood, Cliffs, Prentice-Hall, New York, 1989.,
347. Hunt Pearson, Williams M. Charles, Donaldson Gordon, *Basic Business Finance - Text and Cases*, Revised Edition, Irwin Homewood, Illinois, 1961.,
348. Hutchinson D. Harry, *Money, Banking and the United States Economy*, 2<sup>nd</sup> Edition, Appletton-Century-Crofts, New York, 1971.,
349. Howells Peter, Keith Bean, *Financial Markets and Institutions*, Longman, London, 1990.,
350. Campbell S. Tim, *Money and Capital Markets*, Scott, Foresman and Company, Glenview, Illinois, 1988.,
351. Cargill, T. F., *Money, the Financial Systems and Monetary Policy*, Third Edition, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, New York, 1986.,
352. Cvetanović Slobodan, *Teorija i politika privrednog razvoja*, Prosveta, Niš, 1999.,
353. Chanon, F. C., *Bank Strategic Management and Marketing*, John Wiley and Sons, New York, 1986.,
354. Cho, Y.J., *Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well-functioning equity markets*, Journal of Money, Credit and Banking 18, 1986.,
355. Coe, Ch. K., *Public Financial Management*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, New York, 1989.,
356. Chun, M. R., *Compensation vouchers and equity markets: Evidence from Hungary*, Journal of Banking & Finance 24, Elsevier, Amsterdam, 2000.,
357. Cox, D., *Succes in Element of Banking*, John Murray, London, 1979.
358. Cukierman, A., *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press, Boston, MA, 1992.,
359. Cukierman, A., *Commitment trough Delegation, Political Influence and Central Bank Independence - A Framework for Monetary Stability*, Kluwer Academic Publishers, Boston, 1994.,
360. Cukierman A., Webb, S.B., *Political influence on the central bank: International evidence*, The World Bank Economic Review 9, no.3, 1995.,
361. Cukierman, A., Webb., S.B., Neyapti, B., *Measuring the independence fo central banks and its effect on policy outcomes*, The World Bank Economic Review 6, 1992.,
362. Cumming Christine, *The economics of securitization*, Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York), Autumn, 1987.,
363. Cushman, O. D., Zha, T., *Identifying monetary policy in a small open economy under flexible exchange rates*, Journal of Monetary Economics 39, Elsevier, Amsterdam, 1997.,
364. Cuthberston k., Hayes S., Nitzsche D., *The behaviour of UK stock prices and returns: is the market efficient?*, The Economic Journal vol. 107, no.443, Blackwell Publishers, Oxford, 1997.,
365. Šekarić Mirjana, Jovović Dušanka, *Znanje kao sublimat investiranja u kadrove*, Zbornik radova: Investiciono odlučivanje u uslovima tranzicije, Ekonomski Fakultet, Priština, 1999.
366. *Warsaw Stock Exchange Annual Report 1998*, Warsaw Stock Exchange, Warsaw, 1999.,
367. Weiss, D. M., *After the Trade is Made*, New York Institute of Finance, New York, 1986.,

368. Weston J. Fred, Copeland E. Thomas, *Managerial Finance*, 8<sup>th</sup> Edition, The Dryden Press, Chicago, 1989.,
369. Winstone David, *Financial Derivatives*, Chapman and Hall, New York, 1995.

## Prilog 1

1999. godine kotirano je 20 emisija akcija 16 emitenata.

	EMITENT	REDNI BROJ EMISIJE	VRSTA AKCIJE	LISTING	DATUM PRIJEMA EMISIJE
1.	AIK banka a.d. Niš	XIII	redovne prioritetne	B	10.02.1999.
2.	Alco banka a.d. Beograd	IV	redovne	B	06.08.1999.
3.	AMS osiguranje a.d. Beograd	II	redovne	B	28.06.1999.
4.	BEOS osiguranje a.d. Beograd	II	redovne	B	27.01.1999.
5.	Dijamant a.d. Zrenjanin	II	prioritetne	B	11.10.1999.
6.	Dijamant banka a.d. Zrenjanin	XVII	redovne	B	28.06.1999.
7.	Jubmes broker a.d. Beograd	II	redovne	B	28.06.1999.
		III	redovne	B	23.08.1999.
8.	Jugoslovenska banka za Medjunarodnu ekonom. saradnju Beograd	II	redovne	B	28.06.1999.
		III	redovne	B	23.08.1999.
		IV	redovne	B	20.12.1999.
9.	Karic banka a.d. Beograd	XIX	prioritetne	B	27.01.1999.
	Karic banka a.d. Beograd	XX	redovne	B	20.12.1999.
10.	Kulska banka a.d. Kula	XIII	redovne	B	10.02.1999.
11.	Panonska banka a.d. Novi Sad	XXII	redovne	B	10.02.1999.
12.	Post banka a.d. Beograd	IV	redovne	B	06.08.1999.
13.	Prva preduzetnicka banka a.d. Beograd	XIII	redovne	B	11.10.1999.
14.	SERB banka a.d. Beograd	V	redovne	B	11.10.1999.
15.	SKO AIK Vranje a.d. Vranje	IV	redovne	B	23.08.1999.
16.	TK banka a.d. Kraljevo	III	prioritetne	B	28.06.1999.

## Prilog 2

### LISTA C BEOGRADSKE BERZE - komercijalni zapisi, certifikati o depozitu i obveznice preduzeca

naziv i sediste emitenta	broj emisije	obim emisije	nominalni iznos	preostalo komada	datum emitovanja	kamatna stopa	rocnost / dana	datum listiranja
Alka d.o.o., Kragujevac	III	729.306	1.215,51	<b>400</b>	23.10.2000.	5,00%m	120	25.10.2000.
Astra banka a.d., Beograd	III	100.000.000	10.000,00	<b>8.120</b>	20.03.2000.	3,00%m	365	11.05.2000.
Balkan osiguranje a.d., Beograd	I	9.777.200	1.222,15	<b>4.200</b>	19.04.2000.	3,40%m	180	20.04.2000.
Beocikl company, Beograd	I	2.243.240	1.121,62	<b>1.200</b>	29.03.2000.	3,90%m	90	29.03.2000.
Borba s.j.u., Beograd	VII	4.486.480	1.121,62	<b>200</b>	07.04.2000.	3,90%m	90	10.04.2000.
Delo d.p., Beograd	I	1.194.390	1.194,39	<b>790</b>	30.08.2000.	6,10%m	90	30.08.2000.
Delo d.p., Beograd	II	2.491.540	1.245,77	<b>1.000</b>	23.11.2000.	7,60%m	90	23.11.2000.
Duga holding, Beograd	VIII	28.210.180	14.105,09	<b>1.406</b>	04.07.2000.	5,90%m	180	04.07.2000.
Enjub d.o.o., Beograd	I/obv	4.000.000	50.000,00	<b>64</b>	01.12.1999.	3,90%m	60	14.12.1999.
Europen, Beograd	IV	5.971.950	1.194,39	<b>100</b>	12.10.2000.	6,10%m	90	13.10.2000.
Europen, Beograd	V	7.166.340	1.194,39	<b>900</b>	27.10.2000.	6,10%m	90	27.10.2000.
Film cafe d.o.o., Beograd	III	4.403.140	1.258,04	<b>700</b>	10.04.2000.	3,90%m	180	26.04.2000.
Impex promet, Nis	XV	6.554.000	1.310,80	<b>100</b>	02.06.2000.	7,00%m	120	06.06.2000.
Mabar d.o.o., Beograd	VI	11.216.220	11.216,22	<b>65</b>	17.04.2000.	3,90%m	90	20.04.2000.
Mlin Mlava d.o.o., Malo Crnice	I	2.500.000	10.000,00	<b>250</b>	10.03.2000.	NBJ+10 %	31.07.200 0.	20.03.2000.

Mobi Co., Beograd	IV	5.397.600	1.079,52	<b>3.500</b>	10.04.2000.	3,90%m	60	10.04.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	II/obv	50.000.000	1.000,00	<b>70</b>	20.03.2000.	3,90%m	90	20.03.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	III/obv	50.000.000	1.000,00	<b>43.562</b>	05.06.2000.	6,00%m	30	05.06.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	XI	60.651.887	14.105,09	<b>38</b>	13.07.2000.	5,90%m	180	13.07.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	XII	60.596.676	14.427,78	<b>32</b>	01.08.2000.	6,30%m	180	01.08.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	XVII	61.342.381	14.265,67	<b>18</b>	19.09.2000.	6,10%m	180	19.09.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	XVIII	61.342.381	14.265,67	<b>49</b>	29.09.2000.	6,10%m	180	29.09.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	XIX	99.859.690	14.265,67	<b>3</b>	12.10.2000.	6,10%m	180	12.10.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	XX	99.859.690	14.265,67	<b>18</b>	25.10.2000.	6,10%m	180	25.10.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	XXI	108.635.450	15.519,35	<b>38</b>	15.11.2000.	7,60%m	180	15.11.2000.
Mobtel Srbija BK-PTT, Beograd	XXII	108.635.450	15.519,35	<b>6.800</b>	27.11.2000.	7,60%m	180	27.11.2000.
Nicco a.d., Beograd	IV	5.608.100	1.121,62	<b>A1.900 B1.000</b>	25.11.1999.	3,90%m	90	11.01.2000.
Rasab, Beograd	IX	7.132.850	1.426,57	<b>70</b>	16.10.2000.	6,10%m	180	16.10.2000.
Rasab, Beograd	X	7.132.850	1.426,57	<b>110</b>	1.11.2000.	6,10%m	180	1.11.2000.
Rasab, Beograd	XI	7.759.650	1.551,93	<b>3.770</b>	21.11.2000.	7,60%m	180	21.11.2000.
Sagosa d.o.o.,	III	1.682.430	1.121,62	<b>50</b>	20.04.2000.	3,90%m	90	24.04.2000.

Beograd								
Sagosa d.o.o., Beograd	V	5.780.880	1.445,22	<b>100</b>	02.08.2000.	6,33% <sup>m</sup>	180	02.08.2000.
Sagosa d.o.o., Beograd	VI	7.759.700	1.551,94	<b>4.140</b>	10.11.2000.	7,60% <sup>m</sup>	180	10.11.2000.
Transport-sped s.p., Kosjeric	I	7.052.500	1.410,50	<b>150</b>	23.06.2000.	5,90% <sup>m</sup>	180	26.06.2000.
Trust banka a.d., Beograd	XII	11.216.220	11.216,22	<b>670</b>	29.02.2000.	3,90% <sup>m</sup>	90	03.03.2000.
Vetprom hemikalije, Beograd	II	3.364.440	1.121,48	<b>200</b>	25.07.2000.	5,90% <sup>m</sup>	60	25.07.2000.
Vetprom hemikalije, Beograd	III	7.166.340	1.194,39	<b>3.700</b>	13.10.2000.	6,10% <sup>m</sup>	90	13.10.2000.
Vrsacka pivara, Vrsac	III	8.844.080	1.105,51	<b>150</b>	24.05.2000.	3,40% <sup>m</sup>	90	24.05.2000.
Zemljoradnicka zadruga, Arilje	I	61.938.910	11.261,62	<b>485</b>	12.06.2000.	2,00% <sup>m</sup>	180	12.06.2000.
Fincom d.o.o., Zemun	I	3.183.000	1.061,00	<b>3.000</b>	13.09.2000.	6,10% <sup>m</sup>	30	13.09.2000.

\*Pravna lica koja su izvršila kupovinu III. emisije obveznica preduzeća Mobtel Srbija BK-PTT iz Beograda u periodu od 5. do 10. juna i od 1. do 10. jula, stekla su pravo da datim obveznicama plate ispostavljene račune za usluge mobilne telefonije sa pravom popusta od 3 odsto.

### Prilog 3

U sekundarnoj ponudi, u okviru Slobodnog vanberzanskog trgovanja, u 1999. godini nalazile su se sledece akcije:

	EMITENT	REDNI BROJ EMISIJE	BROJ AKCIJA	VRSTA AKCIJE	SERIJSKI I KONTROLNI BROJ	REVALORIZOVANA VREDNOST AKCIJE	CENA PONUDE AKCIJE	BERZANSKI POSREDNIK
1.	<b>HEMOFARM,</b> Vršac	III	55.097	redovne	B 7376-62472	1.089,00	1.089,00	KBK broker
2.	<b>BIP,</b> Beograd – privatizacija	2. krug vl. trans.	74.000	redovne	ADK	60,00	60,00	KBK broker
3.	<b>ŠKO SEV,</b> Sombor	II	250	redovne	B 1251- B 1500	1.133,00	1.000,00	Jorgic broker
4.	<b>JUGOBANKA a.d.,</b> Beograd	I-IX i R1 R2	145 84	redovne	I/134146-134290 III/ 78898-78981	2.499,30	689,66	Energobroker
5.	<b>STRELA OSIGURANJE a.d.,</b> Valjevo	II	1.100	redovne	A 0001-1100	1.400,00	1.000,00	Mediolanum invest
6.	<b>STOCAR BANKA a.d.,</b> Cacak (Glavna filijala Jugobanka a.d. Beograd)	IV	1	redovne	E 1	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		V	181	redovne	F1 - F181	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		VI	83	redovne	G1-G83	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		VII	4	redovne	H1-H4	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		VIII	63	redovne	J1-J63	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		IX	62	redovne	K1-K62	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		X	49	redovne	L1-L49	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		XI	77	redovne	M1-M77	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		XII	94	redovne	N1-N94	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		XIII	27	redovne	N1-N27	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni

								centar
		XIV	62	redovne	F1-F62	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		XV	31	redovne	M1-M31	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar
		XVI	66	redovne	N1-N66	2.625,15	1.837,60	Cacanski eskontni centar

U sekundarnoj ponudi, u okviru Slobodnog vanberzanskog trgovanja, u 1999. godini nalazile su se sledece akcije iz privatizacije:

	EMITENT	REDNI BROJ EMISIJE	BROJ AKCIJA	VRSTA AKCIJE	SERIJSKI I KONTROLNI BROJ	REVALORIZOVANA VREDNOST AKCIJE	CENA PONUDE AKCIJE	BERZANSKI POSREDNIK
1.	<b>BIP,</b> Beograd	2. krug vl. trans.	74.000	redovne	ADK	60,00	60,00	KBK broker



## Prilog 4

U sekundarnoj ponudi, u okviru Slobodnog vanberzanskog trgovanja, u 2000. godini nalazile su se sledece akcije:

	EMITENT	REDNI BROJ EMISIJE	BROJ AKCIJA	VRSTA AKCIJE	SERIJSKI I KONTROLNI BROJ	REVALORIZOVANA VREDNOST AKCIJE	CENA PONUDE AKCIJE	BERZANSKI POSREDNIK
1.	<b>Sintelon a.d., Backa Palanka</b>	I	10	redovne	A 25.963 - 25.972	600,00		Vob Dill
2.	<b>Stocar banka a.d., Cacak</b> (Glavna filijala Jugobanka a.d. Beograd)	II	37	redovne	B, 1 - 37	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		III	5	redovne	C, 1 - 5	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		IV	3	redovne	E, 2 - 4	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		V	126	redovne	F, 182 - 307	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		VI	18	redovne	G, 84 - 101	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		VII	31	redovne	H, 5 - 35	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		VIII	137	redovne	J, 64 - 200	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		IX	10	redovne	K, 201 - 210	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		X	57	redovne	L, 63 - 119	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		XI	84	redovne	M, 50 - 133	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		XII	63	redovne	N, 78 - 140	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
		XIII	10	redovne	N, 95 - 104	2.799,72	2.421,76	Cacanski eskontni centar
3.		<b>Prva Preduzetnicka banka a.d., Beograd</b>	I	1	redovne	K 92	5.784,26	18.500,00
		I	200	redovne	K 118 - 137	5.784,26	18.500,00	M&V Investments

		I	10	redovne	K 460	5.909,09	18.500,00	M&V Investments
		I	2	redovne	K 247 - 248	5.909,09	18.500,00	M&V Investments
		I	8	redovne	K 391 - 398	5.909,09	18.500,00	M&V Investments
		X	2	redovne	K 6 - 7	5.784,26	18.500,00	M&V Investments
		XIII	10	redovne	K 87	5.784,26	18.500,00	M&V Investments
4.	<b>Top Gan osiguranje a.d., Cacak</b>	I	130	redovne	A 1 - 130	23.670,77	10.000,00	Cacanski eskontni centar
5.	<b>Hemkolor, Beograd</b>	II	10.000	redovne	B 1 - 10.000	600,00	600,00	Trziste novca
6.	<b>Autoremont a.d., Beograd</b>	II	3.000	redovne	A 1 - 3.000	1.000,00	1.000,00	

U sekundarnoj ponudi, u okviru Slobodnog vanberzanskog trzista, u 2000. godini - akcije iz svojinske transformacije:

	EMITENT	REDNI BROJ EMISIJE	BROJ AKCIJA	VRSTA AKCIJE	SERIJSKI I KONTROLNI BROJ	REVALORIZOVANA VREDNOST AKCIJE	CENA PONUDE AKCIJE	BERZANSKI POSREDNIK
1.	<b>Telefonkabl, Beograd</b>	1. krug vl. trans.	4 8	redovne	ST - 01 ST - 02	1.230,00		Galenika broker
2.	<b>Sintelon, Backa Palanka</b>	2. krug vl. trans.	335.992	redovne	D	600,00		Vojvodjanska banka, VobDIL

## PERSPEKTIVE I MOGUĆI PRAVCI RAZVOJA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA S OSVRTOM NA JUGOSLAVIJU

**Rezime:** Transformacija segmentiranih nacionalnih finansijskih tržišta u integralni deo globalnog finansijskog tržišta podrazumeva kompleksnu međusektorsku integraciju i otvorene granice, gde su kretanje kapitala i finansijskih usluga ključne determinante. U ovom procesu glavnu ulogu ima korporativni sektor.

Nacionalno finansijsko tržište je deo nacionalnog finansijskog sistema. Bazična funkcija finansijskog sistema je transfer slobodnih fondova od suficitarnih ka deficitarnim transaktorima. U uslovima gde egzistiraju razvijena finansijska tržišta i zajmodavci i zajmoprimci ostvaruju bolje rezultate, jer zajmodavci mogu indirektno da investiraju u projekte koji će im doneti prinose, dok istovremeno zajmoprimci mogu da realizuju svoje investicije. Tok sredstava može biti direktan, nasuprot indirektnim finansijskima, gde zajmodavci kanališu svoja sredstva prema krajnjim zajmoprimcima putem finansijskih posrednika. U ovom drugom slučaju zajmodavac može da otvori štedni depozit kod komercijalne banke ili može da kupi finansijske instrumente koje emituju finansijske institucije.

Najznačajnija podela finansijskih tržišta je na tržište novca, tržište kapitala i devizno tržište. Tržište novca odnosi se na tržište kratkoročnih finansijskih instrumenata sa rokom dospeća od godinu dana ili kraće, dok se tržište kapitala odnosi na tržište dugoročne finansijske aktive, čiji je rok dospeća duži od jedne godine. Devizno tržište je tržište na kome se kupuju i prodaju razne nacionalne valute. Suština tržišta novca ogleda se u omogućavanju pojedincima i firmama da brzo prilagođavaju svoje tekuće pozicije likvidnosti željenim. Nasuprot tome, tržište kapitala obezbeđuje most preko koga se štednja suficitarnih jedinica transformiše u investicije deficitarnih jedinica.

Instrumenti kojima se najviše trguje na tržištu novca su: komercijalni zapisi, blagajnički zapisi, kratkoročne državne obveznice, bankarski akcepti, sertifikati o depozitu i žiralni novac. Na tržištu kapitala prevashodno se trguje raznim vrstama akcija i obveznica. Prinos od instrumenata tržišta novca i kapitala determinisan je brojnim faktorima od kojih su najvažniji: rok dospeća, kreditni rizik, utrživost, opozivost i visina poreskog opterećenja.

Pored bogate ponude finansijskih instrumenata, preduslov uspešnog funkcionisanja finansijskog tržišta je razvijena finansijska infrastruktura. Najznačajniji učesnici na tržištu novca su: centralna banka, komercijalne banke i posredničke finansijske organizacije, dok su na tržištu kapitala primarni učesnici: vlasnici kapitala – investitori, korisnici kapitala – preduzetnici, država i posrednici.

Ekonomski sistem Jugoslavije je nerazvijen, tako da predstavlja ograničavajući faktor razvoja našeg finansijskog tržišta. Tranzicija planske u tržišnu privredu je polazna osnova priključenja Jugoslavije globalnom svetskom sistemu. Transportna sredstva tranzicije su privatizacija i razvoj finansijskih tržišta. Od početka procesa privatizacije do danas nisu ostvaredni zadovoljavajući rezultati, jer se privatizacija odvijala veoma sporo, tako da je neophodno pristupiti njenom intenziviranju zato što ona vrši direktan upliv na razvoj jugoslovenskog finansijskog tržišta, a posebno tržište kapitala. S druge strane, tržište kapitala omogućava realnu procenu vrednosti kapitala preduzeća koja treba privatizovati.

Iako se ideja o osnivanju berze u Srbiji javila još 1830.godine, Beogradska berza osnovana je 1894.godine. Na ovoj opštoj mešovitoj berzi trgovalo se akcijama, obveznicama, proizvodima i stranim valutama. Njen vrlo uspešan rad prekinut je aprila 1941.godine, a formalno je prestala da postoji 1953.godine. Posle pola veka, decembra 1989.godine ponovo je formirana berza pod nazivom Jugoslovensko tržište kapitala, koje od 1992.godine posluje pod nazivom Beogradska berza. Na ovoj berzi se, pre svega, trguje kratkoročnim finansijskim instrumentima, jer do sada nisu stvoreni uslovi za trgovinu dugoročnim hartijama od vrednosti.

Uzimajući u obzir iskustva razvijenih zemalja i zemalja u tranziciji i konkretnu ekonomsku stvarnost cilj ovog rada je da ukaže na perspektive i moguće pravce razvoja jugoslovenskog finansijskog tržišta.

**Ključne reči:** finansijska tržišta, tržište novca, tržište kapitala, hartije od vrednosti, finansijski posrednici, država, berze, regulativa, preduzeće, institucionalni investitori, banke, tranzicija, privatizacija, razvoj, Beogradska berza, indeksi, efikasnost.

## PROSPECTS AND POSSIBLE COURSES OF DEVELOPMENT OF FINANCIAL MARKET TO LOOK ON YUGOSLAVIA

**Abstract:** The transformation of national segmented financial markets into integrated parts of the global financial markets involves complex cross-border and cross-sectoral integration in which capital movements and financial services are key determinants. The corporate sector plays a major role in this process.

The national financial market is a part of the national financial system. The basic function of the financial system is to transfer loanable funds from lenders (savings-surplus units) to borrowers (savings-deficit units). In a situation where there are “well-functioning” financial markets, both lenders and borrowers in the markets made better off as a result of the existence of the markets, because lenders can indirectly invest in productive opportunities and get a return on their investment, and borrowers can undertake the investment. The flow of funds can be direct finance, as opposed to indirect finance whereby lenders channel their funds to ultimate borrowers via financial intermediaries. In this second case, savers may make deposit in saving of commercial banks, or they may buy secondary financial instruments issued by financial institutions.

The major type of financial markets are the money market, the capital market and the foreign exchange market. Money market refers to the market for short-term financial instruments, with a time to maturity of one year or less and capital market refers to the market for long-term financial assets having actual maturities of more than one year. The foreign exchange market is a market when the various national currencies are bought and sold. The focus of the money market is on providing a means by which individuals and business firms are able to rapidly adjust their actual liquidity position to the amount desired. In contrast, the capital market provides a bridge by which the saving of surplus units may be transformed into the investments of deficit units.

The basic instruments on the money markets are commercial paper of companies, commercial notes of banks, short-term government bonds, banker’s acceptances, deposit certificates and giral money. Primary position on the capital markets have variety types of bonds and shares. Yields on money and capital market instruments are affected by a number of different factors, including maturity, credit risk, marketability, callability and taxability.

Beside a wealth offer of financial instruments, prerequisite of well-functioning financial market is developed financial infrastructure. The major participants on the money market are central bank, commercial banks and intermediary financial organisations. The primary participants on the capital market are lenders, borrowers, government and intermediaries.


Economic system of Yugoslavia characterise undevelopment and it is limited factor for development of our financial market. Transition planned to market economy is initial step to integrating process of our country to global world system. Transition transport instruments are privatisation and development of financial market. From beginning of the privatisation process to present we didn’t realize desired result, because this process has been going slowly. Since privatisation makes direct influence on development of yugoslav financial market it is necessary to accelerate this one. In the other hand, capital market makes possible real estimate of enterprises valuation.

Although the idea of a stock exchange appeared in Serbia as early as 1830, The Belgrade Stock Exchange founded in 1894. At this general and mixed Exchange were traded shares, bonds, commodities and foreign currencies. Its work was interrupted in 1941, and in 1953 the Exchange was officially closed. After half century, the Exchange was reestablished in December 1989, under name of The Yugoslav Capital Market, and from 1992 works under name The Belgrade Stock Exchange. At this trade, above all, with short-term securities, because there weren’t conditions for long-term securities trading.

The aim of this disertation is to point out prospects and possible courses of development of Yugoslav financial market, especially capital market, in respect of experience developed and transition economics and real economic conditions in Yugoslavia.

**Key words:** Financial markets, Money markets, Capital markets, Securities, Financial intermediaries, Government, Stock exchanges, Regulation, Enterprises, Institutional investors, Banks, Transition, Privatisation, Development, The Belgrade Stock Exchange, Indexes, Efficiency.

# Curriculum Vitae

Ime i prezime ██████████	██████████ ██████████- ██████████	
Datum rođenja	02.07.1968. ██████████	
Mesto rođenja	██████████, ██████████ ██████████	
Broj matične knjige rođenih	██████████	

## Radno iskustvo

Poslodavac	██████████ ██████████, ██████████ ██████████ 11, 18000 ██████████, ██████████
Datum zapošljavanja	Datum početka: 24. ██████████ ██████████: IV Broj pozicije: 018/528-616
Datum otpisa	Datum završetka: ██████████ ██████████, 9-11 (██████████ ██████████), ██████████ 11-12, ██████████ 9-10 (██████████ ██████████)
Web stranica	jekacleZsbb.rs

## Obrazovanje

Datum	Naziv škole	Osnovni podaci
1991.	██████████ ██████████	██████████ ██████████
1995.	██████████ ██████████ ██████████	██████████ ██████████ ██████████
2001.	██████████ ██████████ ██████████	██████████ ██████████ ██████████

## Radna mesta

Datum	Naziv posla	Osnovni podaci
1992-1993.	██████████ ██████████	„██████-██████“, ██████████
1993-1996.	██████████ ██████████	██████████ ██████████ ██████████
1996-2002.	██████████	██████████ ██████████ ██████████
2002-2007.	██████████	██████████ ██████████ ██████████
2007-	██████████ ██████████	██████████ ██████████ ██████████

## Radna mesta i obrazovanje u inostranstvu

□□□□□□ □□□□□□	□□□□□□□□ □ □□□□□□□
□□□ □□ □□□□□□□□	Word, Excel, Power point, internet
□□□□□□ □□□□□□□□	□□□□□□□ □□□□□□□□

□□□□□□□□□□ □ □□□□□□□ □ □□□□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□

#### Учешће на пројектима у земљи:

1. "□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□" (1996-2000)
2. "□□□□□□□ □□□□□□□ □ □□□□□□□ □□□□□□ □ □□□□□□ □  
□□□□□□□□□□□□ □□ □□□□□□□□ □□□□□□□ □□□□□" (1554)
3. „□□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□□□□□□ □□□□□□□“ (1415)
4. „Хармонизација привредно-системских решења Републике Србије са Европском унијом“
5. „Наука и светска економска криза“
6. „Унапређење конкурентности јавног и приватног сектора умрежавањем компетенција у процесу европских интеграција Србије“ (170066)

#### Учешће на међународним пројектима:

1. TEMPUS JEP CD 19087-2004 Д „Reorganization of Economics Study in Serbia“
2. TEMPUS JEP CD 41146-2006 – „Rationalization of the postgraduate studies in business management and economics in Serbia“

#### Научно и стручно усавршавање у иностранству:

Само учешће на научним скуповима у иностранству (В.Британија, Република Чешка, Италија, Грчка, Бугарска, Македонија).

#### Чланство у професионалним удружењима:


- Научно друштво економиста Србије,
- Савез економиста Србије.
- International Research Society for Public Management,
- сарадник Института за Економска истраживања.

#### Кључне квалификације:

Магистарска теза и докторска дисертација из области Монетарна економија; османестогодишњи рад на Економском факултету у Нишу на разним нивоима студија (основне, мастер и докторске) реч је о следећим предметима: Финансијска теорија и политика, Монетарни и фискални менаџмент, Монетарна економија и Јавне финансије; дугогодишња истраживачка активност у оквиру Института за економска истраживања на Економском факултету у Нишу; учешће на пројектима финансираних од стране Министарства за науку, Економског факултета у Нишу и Европске уније.

Објављене 4 књиге и преко 100 радова.

## Curriculum Vitae (english)

First and last name	Jadranka Đurović-Todorović	
Date of birth	2nd July 1968	
Place of birth	Belgrade, Savski Venac	
Nationality	Serbian	

### Contact

Address	Faculty of Economics, Trg kralja Aleksandra 11, 18000 Niš, Serbia
Cabinet	Number: 24      Floor: IV      Phone: 0038118528616
Consultations	exam - time Thursday 9-11 a.m.
email	jekacle@sbb.rs

### Education

year	position	Institution
1991	Bachelor	Faculty of Economics Niš
1995	Master theses	Faculty of Economics Beograd
2001	PhD	Faculty of Economics Niš

### Professional / Work experience

period	position	Institution
1992-1993	Financial director	“Jug-polet” Leskovac,
1993-1996	Assistant trainee	Faculty of Economics Niš
1996-2002	Assistant	Faculty of Economics Niš
2002-2007	Teaching Professor	Faculty of Economics Niš
2007-	Associate professor	Faculty of Economics Niš

## Personal skills and competences

foreign languages	English, German
computer skills	Word, Excel, Power point, Internet
Other skills and competences	Driving licence

## Membership of professional bodies and participation in projects

### Participation in domestic projects:

1. „Management of enterprises transformation“ (1996-2002),
2. „Reform of system and tax policy in Serbia – harmonization with EU solutions“ (1554),
3. „Specificity of Serbian economy tranzition“ (1415),
4. „Harmonization of economic-systemic solutions of Republic Serbia with EU“
5. „Science and World Economic Crises“

### Participation in international projects:

1. TEMPUS JEP CD 19087-2004 – „Reorganization of Economics Study in Serbia“
2. TEMPUS JEP CD 41146-2006 – „Rationalization of the postgraduate studies in business management and economics in Serbia“

### Foreign countries experiences:

Participation in many confereces (United Kingdom, Czech Republic, Italy, Greece, Bulgaria, Macedonia)

### Membership of professional bodies:

- Scientific Society of Economists, Belgrade
- Association of Serbian Economomists, Belgrade
- International Research Society for Public Management

### Key qualifications:

- Master theses and Phd are in fiels of Monetary economy;
- 16 years of experiences in thiching proces on Faculty of Economics Niš (subjects: Financial theory and policy, Monetary and fiscal management, Monetary economy, Public finance);
- longyears research activity inside Institute for economic researching;
- participation in different projects financed by Ministry of science, Faculti of Economics Niš and EU.







**Универзитет у Нишу**  
Универзитетска библиотека

Овај текст је део Дигиталног репозиторијума, јавно је доступан, и може се слободно користити за личне потребе, у образовне и научне сврхе. Ако користите текст, наведите извор.

Комерцијална употреба текста није дозвољена.

**University of Niš**  
University Library

This text is a part of the Digital repository of public domain. Permission is granted for personal, educational and scientific use. If you do use the document, indicate the source.

No permission is granted for commercial use.

