Dr Žarko Ristić
Dr Slobodan Komazec
Dr Kristijan Ristić

FINANSIJSKA TRŽIŠTA I BERZANSKI MENADŽMENT

Beograd, 2012/2013.

FINANSIJSKA TRŽIŠTA I BERZANSKI MENADŽMENT

Autori:
Dr Žarko Ristić
Dr Slobodan Komazec
Dr Kristijan Ristić

Izdavač:
EtnoStil Beograd

Recenzenti:
Prof. dr Aleksandar Živković
Prof. dr Marko Radičić

Priprema za štampu:
Aleksandar Kostić

Tiraž:
30

Štampa:
EtnoStil, Beograd, 2012/2013.

SADRŽAJ

PRVI DEO - EKONOMIJA NOVCA I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

GLAVA PRVA - FINANSIJSKI SISTEM I FINANSIJSKA EKONOMIJA..... 13

1. Finansijska ekonomija i novac 13
2. Osnove i priroda finansijskih odnosa 15
3. Makroekonomska i funkcionalna struktura finansijskog sistema 18

GLAVA DRUGA - FINANSIJSKA EKONOMIJA I FINANSIJSKI TOKOVI..... 20

1. Nacionalni dohodak, raspodela i novčani tokovi..... 20

DRUGI DEO - STRULTURA, INSTITUCIJE I INSTRUMENTI FINANSIJSKOG SISTEMA

GLAVA PRVA - FINANSIJSKI SISTEM - STRUKTURA, INSTITUCIJE I INSTRUMENTI..... 27

1. Struktura i funkcije finansijskog sistema 27
2. Finansijski izvori u ekonomiji 29
3. Štednja u finansijskom sistemu 33

GLAVA DRUGA - FINANSIJSKE INSTITUCIJE I INSTRUMENTI..... 37

1. Finansijski sistem i finansijski subjekti 37
2. Finansijski instrumenti na finansijskom tržištu 40

GLAVA TREĆA - FINANSIJSKI TOKOVI I PRELIVANJA..... 44

1. Finansijski tokovi - međusektorska prelivanja..... 44
2. Finansijska ulaganja i finansijske investicije 47
3. Finansijska ulaganja po instrumentima..... 47
4. Mehanizmi finansiranja reprodukcije 50

GLAVA ČETVRTA - FINANSIRANJE I KREDITIRANJE PRIVREDE 53

1. Oblici i vrste finansiranja 53
2. Finansijski tokovi i mehanizam finansiranja i kreditiranja privrede 54
3. Izvori finansiranja privrede..... 56
4. Strateške razlike akcionarskog i kreditnog finansiranja 58

TREĆI DEO - TRŽIŠTE NOVCA I CENA NOVCA

GLAVA PRVA - TRŽIŠTE NOVCA I KRATKOROČNIH HARTIJA OD VREDNOSTI 63

1. Primarno i sekundarno tržište novca 63
2. Nominalna i tržišna cena novca 65

GLAVA DRUGA - ORGANIZACIJA I SUBJEKTI TRŽIŠTA NOVCA 67

1. Institucionalizovano tržište novca 67
2. Neinstitucionalizovano tržište novca 68
3. Mešoviti oblici tržišta novca 69
4. Učesnici na tržištu novca 69

GLAVA TREĆA - INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA 73

1. Hartije od vrednosti na tržištu novca 73
2. Međubankarska kupoprodaja novca 74
3. Kratkoročne hartije od vrednosti 75
4. Državne obveznice 76
5. Blagajnički zapisi 79
6. Komercijalni zapisi 82
7. Bankarska potvrda o depozitu (depozitni certifikat) 83
8. Bankarski akcept 84
9. Komercijalni zapis 86
10. Međubankarska trgovina viškovima obaveznih rezervi 87

GLAVA ČETVRTA - KAMATA KAO CENA NOVCA 89

1. Cena novca - kamata 89
2. Funkcije kamate 90
3. Vrste kamatnih stopa kamatna stopa nije jedinstvena kategorija. 91
4. Mehanizam kamatnih stopa 91
5. Struktura kamatnih stopa i struktura finansuskih instrumenata 103
6. Međusobna povezanost tržišta novca i tržišta kapitala i kamata 105

GLAVA PETA - TRŽIŠTE NOVCA I RAVNOTEŽA PONUDE I TRAŽNJE NOVCA 109

1. Ponuda i tražnja novca
2. Monetarni mehanizam i tržište novca 111
3. Monetarna politika i trzište novca 112
4. Ravnoteža na novčanom tržištu 113
5. Međusobno delovanje svih tržista u opštoj ravnoteži 122

ČETVRTI DEO - AKCIONARSKI KAPITAL I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

GLAVA PRVA - FINANSIJSKA TRŽIŠTA - VRSTE I POSLOVI 129

1. Finansijska tržišta - pojam i vrste 129
2. Poslovi na finansijskom tržištu 131
3. Tržišni segmenti finansijskog tržišta 132

GLAVA DRUGA - FINANSIJSKA TRŽIŠTA I FINANSIJSKA EKONOMIJA 135

1. Uloga finansijskog tržišta 135
2. Primarno i sekundarno finansijsko tržište 136

GLAVA TREĆA - DETERMINANTE, ELEMENTI I FUNKCIJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA 142

1. Funkcije finansijskog tržišta 142
2. Determinante i elementi finansijskog tržišta 145
3. Vrednost hartija od vrednosti na finansijskom tržištu 146
4. Kamata, prinosi i cene hartija od vrednosti 150

GLAVA ČETVRTA - AKCIONARSKA EKONOMIJA 156

1. Akcije i akcijski kapital 156
2. Vrste akcija 157
3. Akcionarsko društvo 160
4. Akcionarski kapital 161
5. Finansiranje i bonitet akcionarskog društva 162

GLAVA PETA - FINANSIJSKO TRŽIŠTE I TRŽIŠTE KAPITALA 164

1. Funkcije tržišta kapitala 164
2. Instrumenti tržišta kapitala 166
3. Funkcionisanje tržišta i kapitala 170
4. Sekundarno tržište kapitala 171
5. Ravnoteža na tržištu kapitala 174
6. Tržište kapitala i realna kamata 177
7. Prinos i rizici na tržištu kapitala 178

PETI DEO - TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE

GLAVA PRVA - TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE EFEKATA 187

1. Misterije novca i finansijskog kapitala 187
2. Vrste tržišta kapitala 188
3. Tržište kapitala i berze 191
4. Učesnici u berzanskim poslovima 194
5. Berzanski poslovi i način poslovanja berze 195
6. Formiranje ponude i tražnje kapitala u funkciji berzanskog poslovanja 198

GLAVA DRUGA - BERZANSKI KURS I BERZANSKO KOTIRANJE 202

1. Uvođenje efekata na berzu 202
2. Formiranje berzanskog kursa i kotiranje hartija od vrednosti 203
3. Mehanizam formiranja berzanskog kursa hartija od vrednosti 205
4. Čitanje berzanskih izveštaja 216
5. Indeksi kretanja tržišnih cena akcija 218
6. Oscilacije kurseva na berzi 224

GLAVA TREĆA - MEHANIZAM RADA BERZE AKCIJA 227

1. Poslovanje na berzi 227
2. Vanberzansko trgovanje hartijama od vrednosti 229
3. Uloga banaka kod primarne emisije hartije od vrednosti 231

ŠESTI DEO - FINANSIJSKE INSTITUCIJE I INSTRUMENTI U RAZVIJENIM TRŽIŠNIM PRIVREDAMA

GLAVA PRVA - MONETARNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE 235

1. Centralna (emisiona) banka 235
2. Poslovno bankarstvo i finansijsko tržište 236

GLAVA DRUGA - NEBANKARSKI FINANSIJSKI INTERMEDIJERI 239

GLAVA TREĆA - KLASIFIKACIJA HARTIJA OD VREDNOSTI 244

GLAVA ČETVRTA - PRINOSI I CENE HARTIJA OD VREDNOSTI 248

GLAVA PETA - RIZIK HARTIJA OD VREDNOSTI 253

GLAVA ŠESTA - TRŽIŠTE EVRODEVIZA 260

GLAVA SEDMA - FINANSIJSKE INOVACIJE 262

GLAVA OSMA - BUDŽETSKI DEFICIT I FINANSIJSKA TRŽIŠTA 270

GLAVA DEVETA - INSTRUMENITI MONETARNE POLITIKE - NOVČANO TRŽIŠTE 274

1. Politika kamatnih stopa centralne banke 275

SEDMI DEO - HARTIJE OD VREDNOSTI I BERZANSKO POSLOVANJE

GLAVA PRVA

1. Ekonomija hartija od vrednosti 279
2. Operacije centralne banke na otvorenom tržištu 280
2. Vrste hartija od vrednosti 285
3. Prenos hartija od vrednosti 290
4. Pojedini pojavni oblici hartija od vrednosti 293
5. Ček 304
6. Ostale hartije od vrednosti 309
7. Izdavanje i tržište hartija od vrednosti u republici srbiji 314
8. Izdavanje hartija od vrednosti javnom ponudom 318
9. Trgovina hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu 324

GLAVA DRUGA

1. Berze i berzansko poslovanje u našem privrednom sistemu 327

GLAVA TREĆA

1. Makroekonomska fiskalna politika, privatizacija i finansijska tržišta 347
2. Strukturna i fiskalna politika, prestruktiranje i berze 356

GLAVA ČETVRTA - ZAKON O INVESTICIONIM FONDOVIMA 364

Društvo za upravljanje 365

Investicioni fondovi 371

Kastodi banka 385

U V O D N I D E O

Dobrodošli u zbunjujući i često potpuno nepoznati svet novca, kapitala, štednje, investicija, berzi i berzanskog poslovanja. To je svet koji se čini veoma komplikovan, zbunjujući, često neshvatljiv i neuhvatljiv (nepredvidiv) i mada se čini odvojen od našeg svakodnevnog života, on direktno utiče na sve naše odluke, ponašanje, raspoloženje, planove, budućnost.

Misterije savremenog novca u svim njegovim pojavnim oblicima dostigle su svoj najviši domet u sferi finansijskih tržišta i u svetu kapitala.

"Danas samo jedan od deset hiljada ljudi poznaje monetarno pitanje, problem je u tome što ni njega ne susrećemo svakog dana. Ali, to je pitanje koje se postavlja svakodnevno" (Samuelson).

Misterija novca i finansijskog kapitala najvećim delom se odnosi na mehanizam i efekte funkcionisanja finansijskog tržišta i berzi. Pojam, karakteristike, kategorije, jezik učesnika, ponašanje, veliki zaokreti (lomovi i ekspanzija), visoki rizici i gubici, ali i ogromni dobici na savremenim berzama, danas postaju nezaobilazna pitanja svakog čoveka.

Najveći deo stanovništva se pita: šta je to novac i šta mu određuje vrednost i količinu u privredi, odnosno stabilnost. Kako se može upravljati novcem da se njegova ogromna snaga razvojno iskoristi, bez ulaska u inflatorni vrtlog (hiperinflaciju), kako upravljati novcem u preduzeću da se sve njegove pozitivne funkcije i delovanja iskoriste, a neutrališu negativna delovanja. Jer, konačno, svi oblici sredstava pre ili kasnije dobijaju novčani oblik. Kakvi sve novčani oblici postoje u savremenim privredama i kako deluju u privredi? Kako novac pretvoriti u kapital i razne vrste kapitala u novčani oblik. Sve su to životna pitanja preduzeća i savremenog finansijskog menadžmenta, ali i privrede u celini.

Najveci deo stanovništva, ali i stručnih ljudi, se pita: kako funkcioniše i tržište novca i kapitala? Kako se u opštoj gužvi koja se vidi na berzama ljudi snalaze, kako komuniciraju, kako se sklapaju poslovi, kako kapital cirkuliše preko berzi, kako dolazi (i od čega zavise) do velikih lomova na berzi koji potresaju cele nacionalne privrede, a često i svetsku ekonomiju u celini.

Da li je privatizacija kapitala osnovni preduslov za razvoj tržišta kapitala i finansijskog tržišta u celini i kakva je u tome uloga savremenog finansijskog menadžmenta. Može li se uopšte zamisliti funkcionisanje privrede i razvojna politika preduzeća bez razvijenog finansijskog menadžmenta, odnosno vrhunskih menadžera iz područja finansija? Kada proučite ovaj materijal odgovor potražite sami.

Koja je uloga banaka i drugih finansijskih institucija na tržištu novca i kapitala, a posebno na berzama?

Da li biste se snašli na berzi i u poslovanju na tržištu novca i kapitala, odnosno u poslovnim transakcijama sa bankama? Da li biste se snašli na berzi? Kada biste i u kakve hartije od vrednosti uložili svoj novac? Znate li da čitate berzanske izveštaje, finansijske trendove i pokazatelje? Da li uopšte poznajete instrumente, institucije i mehanizam funkcionisanja tržišta novca i tržišta kapitala?

Da li čovek mora biti samo "dovoljno pismen" na ovom podračju ili pravi finansijski ekspert da prati sve nove tokove na ovim tržištima i učestvuje u ovom zagonetnom i zbunjujućem svetu novca i finansijskog kapitala, posebno nakon

dugog perioda kada su ove institucije i instrumenti bili izbačeni iz našeg finansijskog i privrednog sistema.

Konačno, kada biste imali slobodna novčana sredstva (štednju), lično ili preduzeća kojim rukovodite, da li biste ga uložili u banku (uz određenu kamatu), plasirali u kupovinu akcija drugih preduzeća ili banaka, uložili u kupovinu obveznica (države, centralne banke, banaka, preduzeća), odnosno investirali u sopstveno preduzeće?

Sve to traži određenu procenu prinosa, vremensko angažovanje kapitala, sigurnost povraćaja sredstava, određene olakšice za ulaganja kroz fiskalnu i kreditnu politiku, vremena formiranja i angažovanja sredstava, rizika ulaganja, dugoročnih ciljeva ulaganja i dr. Radi se, dakle, o politici formiranja i plasmana (ulaganja) novčanih sredstava i efektima koji se očekuju.

Uz sve navedeno treba poznavati i sve odnose i mehanizme finansijskog tržišta, bankarskog sistema, stanja i očekivanje u privredi, provera efekata, makroekonomsku politiku, ali i veoma detaljno složeni svet i mehanizam delovanja tržišta novca i tržišta kapitala, berzi i deviznog tržišta.

Problemi, očito je, izgledaju vrlo složeni, pravi finansijski lavirint, no kada se ovlada njima, tada se uočava njihova logika i određene zakonitosti delovanja. Stoga njih naučno treba izučiti, savladati i njima efikasno vladati i upravljati. Eruptivna snaga nalazi se u savremenom novcu i novčanom kapitalu. Loše upravljanje njima brzo dovodi do velikih lomova i nestabilnosti, gotovo tektonskih poremećaja u privredi i društvu, dok efikasno i smišljeno upravljanje stavlja u ruke finansijskom menadžmentu najsnažniju polugu razvoja i stabilizacije.

P R V I D E O

EKONOMIJA NOVCA I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

GLAVA PRVA

FINANSIJSKI SISTEM I FINANSIJSKA EKONOMIJA

1. FINANSIJSKA EKONOMIJA I NOVAC

Finansije kao pojam javljaju se dosta rano, još u srednjem veku. Sam naziv finansije potiče od latinske reči *finantio,* a označava plaćanje uopšte. Pored toga , postojao je i nešto uži pojam i izraz *finantia pecuniaria,* u značenju — *novčana plaćanja.*

Nauka o finansijama se danas može podeliti u širem smislu (obuhvataju sve poslove koji se zasnivaju na novčanim odnosima, dakle odnose kojima novac služi kao osnova) i *finansije u užem smislu* (odnosno se samo na jedan deo koji izučava sistem formiranja, prikupljanja i trošenja novčanih sredstava javnopravnih tela -države - u zadovoljavanju potreba u vršenju njenih sve brojnijih funkcija). Pojam finansija u užem smislu se samo danas uglavnom odnosi na *javne ili društvene finansije.* Kako je *država osnovni subjekt* koji za vršenje svojih javnih funkcija prikuplja i formira određena sredstva kojima rukuje, to se i celokupno poslovanje, vezano za ovu aktivnost države, naziva *javna privreda* (za razliku od privatne privrede).

Naučna disciplina kojoj je zadatak izučavanje svih pitanja vezanih za *formiranje i zadovoljenje javnih potreba,* odnosno prikupljanje, čuvanje i raspodelu prikupljenih sredstava, zove se *javne finansije.*

U našem privrednom sistemu,zbog brojnih dubokih promena, vezanih za ekonomsko odumiranje države, jačanje materijalne baze novog upravljanja kapitalom preduzeća, te izmena u finansijskom sistemu i sve veće uloge privrede , što sve vodi daljoj decentralizaciji i deetatizaciji prikupljanja i usmeravanja društvenih sredstava), ovu naučnu disciplinu treba nazvati *društvene finansije,* odnosno *finansijska ekonomija.*

Državi su danas, kao i užim društveno- političkim zajednicama poverene određene društvene funkcije za čije je obavljanje neophodno pribavljanje i trošenje sredstava. Takvu aktivnost savezne države, i drugih javnopravnih kolektiva, organizovanu na

prikupljanju, raspodeli i trošenju javnih finansijskih sredstava u ostvarivanju javnih, opštekorisnih i zajedničkih zadataka - nazivamo *javnim finansijama.* Osnovni subjekt javnih finansija su: država, društveni organi i ostale ustanove, koje objavljuju javne ili društvene funkcije, a čije izvršenje zahteva i odgovarajuća finansijska sredstva.

Proces pribavljanja društvenih sredstava i njihovo organizovano plansko trošenje na javne i opšte potrebe čini osnovu jedne nove privrede, koju danas nazivamo *finansijska privreda.* Ova privreda ima svoje instrumente, tehniku prikupljanja i trošenja sredstava, a zatim i efekte koje postiže i koji se bitno razlikuju od efekata privatnog preduzeća ili privrednih subjekata. Zbog toga se moraju posebno izučavati *mikrofinansije preduzeća, a* posebno , nazovimo ih *makrofinansije.* Javna privreda i finansije su samo sastavni deo ukupne privrede i finansija kao celina. To se može prikazati kao sledeći oblik povezanosti privrede i finansija:

1. Javna privreda javne finansije ,
2. Privatna privreda privatne finansije (mikrofinansije),
3. Međunarodna privreda međunarodne finansije
4. Ukupni odnosi unutar privrede i međunarodni ekonomski i platni odnosi *monetarne finansije.*

(Monetarne finansije se interpoliraju u sve oblike privrede, sve sektore i finansijske odnose, tako da istovremeno predstavljaju omotač u okviru koga se odvijaju određeni konkretni finansijski odnosi, delovanja, instrumenti i razvijaju odgovarajuće institucije). *Monetarne finansije* predstavljaju osnovu svih "užih" i "konkretnijih" oblika aktivnosti.

Javna privreda, uglavnom kroz sistem raspodele i preraspodele nacionalnog dohotka, dolazi do potrebnih sredstava, za ostvarivanje svojih funkcija. S druge strane, *privatna privreda* osigurava sredstva iz procesa proizvodnje i procesa stvaranja dohotka.

Dok je trošenje prikupljenih sredstava u javnoj privredi vezano za obavljanje određenih javnih funkcija (školstvo, zdravstvo, osiguranje, sudstvo, vojska i dr.) i nije neposredno vezano za *rentabilitet ulaganja,* kod *privatne privrede,* odnosno privrednih subjekata koji rade sredstvima u privatnom vlasništvu, trošenje sredstava vezano je za ekonomske principe ulaganja i ostvarivanja određenih materijalno-finansijskih rezultata (proizvodnja robe, usluga, izvoz, uvoz i dr.) u procesu proširene reprodukcije.

Kako javna privreda u kapitalizmu dolazi do potrebnih sredstava, stvorenih uglavnom u privatnom sektora, to je ona neraskidivo povezana s ovom privredom i danas čini celinu s njom.

Modernu kapitalističku privredu karakteriše sve razvijeniji oblik državno-monopolističkog regulisanja celokupnih privrednih i finansijskih odnosa. Dok je ranije *uloga države u privredi bila gotovo neutralna* (regulisanje opticaja novca, čuvar reda, mira i poretka, borba protiv monopola i sl.), danas država sve više zahvata *nacionalni dohodak i vrši razne proizvode i druge zahteve u privredi.* U tom pravcu u potpunosti je sebi *podredila centralnu banku i " zloupotrebljava " novac, kredit,* vrši često odlučujući uticaj na sve sektore privrednog života i razvoja. Snažno se razvio državni intervencionizam u privredi. Time država danas učestvuje ne samo

u raspodeli već i u stvaranju i preraspodeli nacionalnog dohotka unutar privrede, uvozu izvozu roba, novca, rada i kapitala.

Danas u kapitalističkom sistemu javna privreda dobija sve više elemenata *proizvodne funkcije* (preko javnih preduzeća, investicija, intervenicja i dr.), tako da se finansijski *odnos i javne i privatne privrede* razvijaju u gotovo svim pravcima, organski se spajajući. Do sada je, međutim, finansijska teorija javnu privredu posmatrala uglavnom kao *sistem izvlačenja sredstava* iz privatne privrede *(porezi, takse, carine, doprinosi* i dr.) te njihovo čisto *neproizvodno trošenje.*

U savremenoj finansijskoj literaturi danas se, uglavnom, iskristalisalo shvatanje da finansije treba da proučavaju:

1. Novac, kreditnu politiku i kreditni sistem;
2. Banke i bankarski sistem;
3. Međunarodne finansije;
4. Probleme prikupljanja javnih sredstava za pokriće javnih rashoda;
5. Odraz prikupljanja i trošenja tih sredstava na narodnu privredu;
6. Problem raspodele i preraspodele poreskog tereta na poreske subjekte i principe oporezivanja;
7. Javne prihode i rashode u celini, odnosno *budžet i budžetsku politiku (Fiscal Policy),* i njen odraz na privredna kretanja, odnosno cikličnu nestabilnost privrede i sprovođenje *anticiklične ekonomske politike* i dr.

Ovakvim razdvajanjima elemenata koje izučavaju finansije svakako treba dodati i druga područja, s kojima je ona neposredno vezana, kao: političku ekonomiju, ekonomsku politiku, statiku, ekonomiku preduzeća (mikrofinansije), ekonomiku međunarodne razmene, teoriju i politiku ekonomskog razvoja i dr.

Sve to samo potvrđuje činjenicu da u duboko izmenjenim odnosima *javnog i privatnog sektora,* kao i međunarodnim finansijskim odnosima, dosadašnje teorije i definicije finansija ne odgovaraju novo izmenjenim finansijskim i drugim odnosima u modernoj privredi, posebno u jednoj regulisanoj privredi od strane države i monopola (državno - monopolistički kapitalizam). S toga i pokušaji da se da jedna jedinstvena definicija nauka o finansijama, koja bi uključila u sebe svu tako široku i raznovrsnu problematiku, do sada nisu dali zadovoljavajuće rezultate.

2. OSNOVE I PRIRODA FINANSIJSKIH ODNOSA

Finansije u punom obliku, kao zaokružena naučna disciplina, nastaju u osnovi pojavom i razvojem robne proizvodnje i delovanja zakona vrednosti, odnosno postojanje novca kao opšteg ekvivalenta (prema poznatom obrascu N - R – N_1 odnosno R - N – R_1, ili proširenog oblika odnosno faktora reprodukcije:

$$N - R\frac{Ps}{Sp}...P - R_1 - N_1$$

Početak i kraj procesa reprodukcije je novac, odnosno novčani oblik vrednosti sredstava reprodukcije. Sve oblici sredstava reprodukcije u odredenom trenutku, dakle, poprimaju novčani oblik. Iz Marksove analize kružnog kretanja kapitala, koji se pojavljuje u novčanom i robnom obliku, uočava se prisustvo novca u toj društvenoj transformaciji robnog oblika kapitala u novčani. Novac se javlja ne samo kao čisto finansijski fenomen, već i kao sasvim određeni *društveni odnos.*

To znači da je delovanje zakona vrednosti i ispoljavanje robne proizvodnje organski vezano za postojanje novca. Sve dok postoji novac i novčani oblik vrednosti - imaćemo finansije i finansijske odnose. Pošto su organski vezane upravo za novac, time je i određena priroda finansija. *Priroda finansija* je, dakle, novčana, odnosno monetarna. Novac im je osnova, odnosno okosnica, na kojoj se razvijaju brojni *finansijski odnosi.* Bez novca i novčanih odnosa u stvaranju i raspodeli nacionalnog dohotka - nema ni finansija. To znači da će finansije kao naučna disciplina postojati sve dotle dok budu postojali robna proizvodnja, zakon vrednosti i novac kao posebna ekonomska kategorija. Novac je, dakle, prvi preduslov za finansijsko delovanje društva i svakog njegovog subjekta, odnosno sektora.

Finansije u savremenoj teoriji obuhvataju sve novčane, odnosno finansijske odnose, čime imaju i određeno šire značenje, pošto u sebe uključuju tri najuže povezana područja:

a) *Monetarne finansije (novac, kredit, banke, berze* i dr.), na kojima počiva najveći deo nauke o finansijama;

b) *Javne ili društvene finansije* (prikupljanje i trošenje društvenih sredstava za finansiranje javnih potreba u društvu), ali efekte takvih aktivnosti javno-pravnih tela i drugih kolektiviteta u privredi;

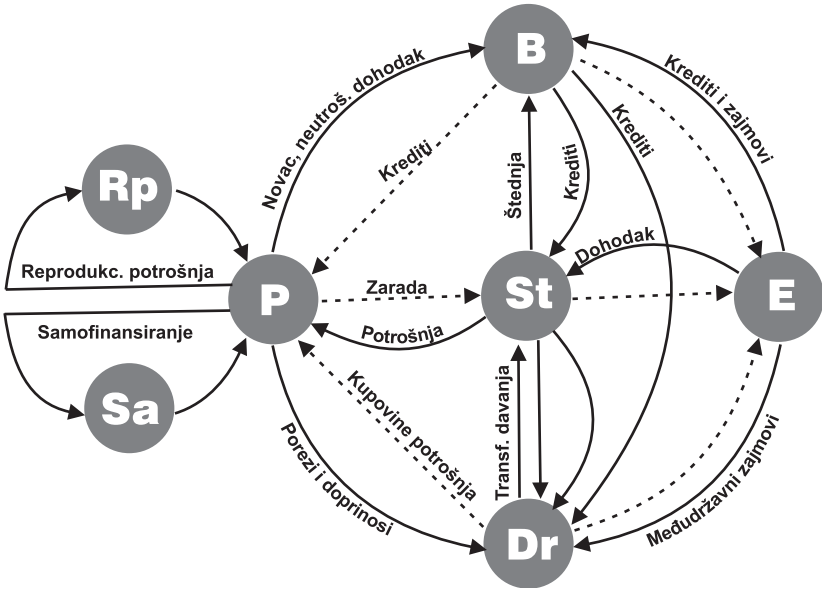
c) *Međunarodne finansije,* kao poseban deo, mada ga, neki autori svrstavaju u monetarne finansije. Međutim, zbog specifičnosti ove problematike; adekvatnije ih je odvojiti u posebno područje nauke o finansijama (jer se danas sve više radi o paralelnom izučavanju čisto tekućih monetarnih problema i problema međunarodnog finansiranja i kretanja kapitala, štednje, akumulacije):

Danas su sva tri dela integrisana u jednu jedinstvenu naučnu disciplinu - *nauko o finansijama.* Međusobni odnosi i brojna, složena delovanja na privredu i društvo svih navedenih podsistema nauke o finansijama kao celine obično se razmatraju u posebnoj disciplini ove nauke (funkcionalne finansije), disciplini koja danas u svim zemljama sve više dobijaju na značaju. Ova pojava je najuže vezana za sve širi *razvoj monetarne i fiskalne teorije i politike* (Monetary and Fiskal Theory and Policy), čime je u osnovi i nestalo starog, prevazidenog pristupa o izučavanju finansija.

Prema tome finansije kao naučna disciplina bave se svim pitanjima koja su vezana za probleme novca, za njegovo stvaranje, tokove, poništavanje, brojna i složena delovanja u privredi, tokove dohotka u opšte , a, pre svega, za njegovu raspodelu, preraspodelu, oblike; instrumenta i subjekte njegovog trošenja, te brojna i složena delovanja u savremenoj privredi.

Sistem novčanih tokova, odnosno raspodelu i preraspodelu dohotka u privredi, uz uključivanje eksterne privrede, možemo prikazati na sledeći način :

CIRKULACIJA NOVCA I DOHOTKA IZMEĐU SEKTORA[1]



Jedan deo novčanih tokova odvija se unutar sektora privrednih preduzeća, a drugi oblik *kružnog kretanja* odvija se u privredi kao celini. Kružno kretanje sredstava unutar kruga privrednih preduzeća sastavni je deo kretanja sredstava celokupne privrede. Novčana sredstava napuštaju sektor privrednih preduzeća prilikom raspodele dohotka i odlivaju se u sektor stanovništva, banaka i države, odnosno u inostranstvo. Međutim, pošto ovi sektori dobijena novčana sredstva troše za kupovinu roba ili usluga, u prvom sektoru, to se novčani dohodak, preliven u njih, ponovo vraća u sektor privrednih subjekata. Time se završava jedan ciklus kružnog kretanja dohodaka u privredi. Posle prvog kružnog toka, sledi drugi, ali sada na znatno višem nivou dohotka; saglasno proširenoj društvenoj reprodukciji.

Prethodna shema daje prikaz uglavnom svih novčanih tokova jedne otvorene nacionalne privrede.

Jedan deo ukupnih novčanih tokova, vidimo, vezan je za raspodelu, preraspodelu i trošenje nacionalnog dohotka (u poslednje vreme u razvijenom državnom intervencionizmu i njegovo srvaranje u javnom sektora), što sve predstavlja predruet izučavanja javnih ili društvenih finansija. Drugi tokovi vezani za *sistem stvaranja, cirkulaciju i poništavanje novca,* kako u nacionalnim, tako i u međunarodnim okvirima postaju predruet izučavanja *monetarnih finansija.* Dakle, jasno se vidi da su to toliko povezani i međuzavisni tokovi - da ih je nemoguće odvojiti, mada ih je moguće odvojeno izučavati, što se često i čini. Međutim, bez poznavanja brojnih i složenih tokova novca i dohotka u privredi, njihovog delovanja u privredi, ali i uzajamnog delovanja, nije moguće ni shvatiti suštinu savremenih finansija.

[1] U navedenom grafikonu upotrebljeni simboli imaju sledeće značenje: P - proizvodna jedinica, preduzeće; B - banka, bankarski sistem; Dr - država, javni sektor; St - sektor stanovništva; E -inostranstvo (eksterna ekonomija)

3. MAKROEKONOMSKA I FUNKCIONALNA STRUKTURA FINANSIJSKOG SISTEMA

U okvira finansijske ekonomije danas se mogu izdiferencirati dosta razvijene posebne discipline koje ulaze u sastav kompleksnih finansija. Danas se, uglavnom, posebno izdvajuju kao zaokrućeni delovi sledeći elementi:

a) Monetarna i finansijska teorija ;
b) Monetarna i finansijska politika;
c) Finansijska statistika ;
d) Monetarno i finansijsko pravo;
e) Budžetsko pravo itd.

1. *Monetarna i finansijska teorija.*

a) *Monetarna teorija* se u savremenim privrednim sistemima sve više orijentiše na istraživanje delovanja novca i kredita na različite privredne agregate, a sve manje na istraživanje prirode, oblika i razvoja novca i novčanih sistema. Sve do nedavno ona je probleme novca istraživala više izolovano što joj je postalo gotovo i osnovna svrha, bez neposredne veze s osnovnim tokovima privrede.

Otkrivajući složene i povratne veze novca i drugih privrednih agregata, monetarna teorija stvara osnovu za svesno regulisanje novca i kredita u privredi i vođenje odgovarajuće monetarne politike.

Monetarna teorija, istina, izučava prirodu, oblike i razvoj novca, ali u središte svog interesa postavlja prirodu i oblike delovanja novca i kredita na nizu privrednih agregata, ako što su : nacionalni dohodak, potrošnja, platni bilansi, investicije, zaposlenost, cene, odnosno privredna stabilnost i dr.

b) *Finansijska teorija* proučava prirodu, finansijske odnose, instrumente i mehanizam, kao i oblike delovanja javnih rashoda i prihoda, odnosno budžeta u nacionalnoj privredi.

2. *Monetarna i finansijska politika* su primenjene naučne oblasti koje se bave istraživanjem monetarnih i finansijskih instrumenata i mera koje treba preduzeti u ostvarivanju određenih unapred postavljenih, ekonomskih, razvojnih, stabilizovanih i drugih ciljeva. Monetarna i finansijska teorija, otkrivaju prirodu i način delovanja određenih instrumenata, omogućavaju monetarnoj i finansijskoj politici optimalan izbor i kombinaciju određenih instrumenata za najbrže i najefikasnije ostvarenje predviđenih ciljeva. Finansijska politika u kapitalizmu odvojeno tretira finansijsku politiku (Fiscal Policy) od monetarno-kreditne politike (Monetary Policy). Fiskalna politika se redovno koristi za ostvarivanje određenog delovanja na raspodelu i preraspodelu nacionalnog dohotka, a sve se to ostvaruje preko odgovarajućih finansijskih mera i instrumenata.

Inače, danas je gotovo nemoguće povući jasnu granicu između delovanja i efekata monetarne te delovanja i efekata fiskalne politike. Efekti su najčešće rezultat

istovremenog (sinhronizovanog) delovanja, kako jedne, tako i druge politike. Ovu se posebno oseća kod njihovog povratnog delovanja na nacionalni dohodak, a posebno kod delovanja javnog duga (njegova monetizacija, demonetizacija i raznovrsni oblici delovanja u privredi).

3. *Finansijska statistika* predstavlja sistematizovan pregled vremenskih serija u pogledu ponašanja i promena određenih monetarnih i finansijskih agregata. Ona služi kao osnov za određena operativna istraživanja u primeni i efektima preduzetih mera monetarne i finansijske politike. U finansijskoj statistici se obično istražuju efekti preduzetih mera, dok manje služi kao osnova za operativna istraživanja, kao što je slučaj u drugim ekonomskim disciplinama.

4. *Finansijsko pravo,* kako ćemo nešto kasnije videti, proučava finansijske norme, finansijske poslove, odnosno tehniku, sprovedenu i regulisanu zakonskim aktima, koju treba primeniti pri prikupljanju i trošenju društvenih sredstava, ako uticaj koji na to kretanje imaju državni ili poslovni organi.

GLAVA DRUGA

FINANSIJSKA EKONOMIJA I FINANSIJSKI TOKOVI

1. NACIONALNI DOHODAK, RASPODELA I NOVČANI TOKOVI

Finansije izučavaju određene novčane odnose koji su nastali i razvili se već pojavom novca i funkcionisanjem robno-novčanih odnosa u privredi i organima društveno-političke nadgradnje. Ovo su vrlo složeni odnosi. Obično su dvojnog karaktera, jer s jedne strane, predstavljaju materijalne odnose i tokove koje materijalna sredstava dobijaju u tokovima reprodukcije (novčana strana reprodukcije je samo druga strana njene materijalne osnove i materijalnih bilansa). Isto tako, ovi odnosi su odraz određenih društvenih odnosa koji daju osnovu obeležja i karaktera sistema raspodele dohotka i novčanim odnosima uopšte.

Obe strane predstavljaju dijalektičku celinu koja prolazi iz društveno-ekonomskih odnosa i razvoja privrede odredenog društva. Kako je materijalna strana finansija sadržana u tome da proučava novčana sredstva koja se nalaze u rukama različitih subjekata društva, koji ih troše u vršenju svojih funkcija, to je stvaranje i raspodela ovih sredstava rezultat društveno-ekonomskog odnosa u jednoj privredi. Na taj način stvaranje, raspodela i trošenje finansijskih sredstava postaje jedno dijalektičko jedinstvo, određeno karakterom društveno-ekonomskog sistema.

Pred finansije se stoga i postavljaju zadaci da u svom teorijskom delu izučava sve finansijske fenomene, njihove uzroke i efekte u jednoj nacionalnoj ekonomiji.

Iako monetarne, odnosno društvene finansije, ne uzimaju i ne mogu uzimati učešće u procesu proizvodnje, jer ne predstavljaju faktor proizvodnje, one su od ogromnog uticaja na sve *faktore proširene reprodukcije,* posebno preko politike *"aktivnog novca"*. To delovanje se ostvaruje upravo kroz sistem *raspodele nacionalnog dohotka i sistem emisije i poništavanja novčane mase.* Raspodeljujući novčane dohotke i akumulaciju, finansije društvenih organa istovremeno ostvaraju bitne i pretpostavke raspodele celokupnog društvenog proizvoda i nacionalnog dohotka. U tom pravcu one mogu delovati na ubrzavanje ili usporavanje tempa i

brzine ekonomskog razvoja i njegove strukture, na proizvodnju i potrošnju, ponašanje subjekata i sistem, uvoz i izvoz, platno-bilansnu situaciju, investicije i sve elemente u jednoj privredi kao celini. Nacionalni dohodak nije samo izvor sredstava, već pre svega, agregat na koji se najviše, odražavaju efekti preduzetih mera i instramenata monetarnih i javnih finansija (novac, kredit, porez, javni rashodi, javni dug, budžet, kamata i dr.).

Osnovna raspodela nacionalnog dohotka vrši se na već poznate osnovne oblike agregatne potrošnje: ličnu potrošnju (C), neto investiciju (I) i opšta potrošnja (G).

Finansijskim instrumentima i sistemom "davanja" i oduzimanja, odnosno delovanjem na nacionalni dohodak, često se rešavajuće može delovati na stabilnost privrede, raspodelu i ekonomski razvoj. Time je definitivno odbačen stav o neutralnosti finansija (novac, kredit, prihod, rashod, i sl.) i neutralnoj i statičkoj javnoj privredi.

Moderne finansije pretvorile su se u široko naučno područje, s nizom instrumenata, institucija i mera s mogućnostima vitalnog delovanja na monetarno, razvojno, političko i socijalno područje. To je postao i njihov osnovni zadatak - u sklopu aktivnih javnih prihoda, javnih rashoda, novca i javnog duga.

U okviru nacionalnog dohotka, *finansijski tokovi* su sada vezani za njegov sistem formiranja, osnovnu raspodelu i trošenje, Dakle, imamo:

$$Y = C + I + G$$

Svi tokovi nacionalnog dohotka i formiranje osnovnih oblika njegove finalne potrošnje (lične, investicone i opšte) slikovito su prikazani na sledećoj strani.

Uključivanjem već navedene eksterne privrede i finansijskih odnosa s inostranstvom, dobija se poznata jednačina $Y = C + I + G (X - M)$, čime se međunarodni finansijski odnosi (pomoći, pokloni, zajmovi, kamate i dr.) uključuju u domaće tokove stvaranja i trošenja nacionalnog dohotka. Time se dakle i javna sredstva javljaju kao jedan od bitnih faktora u stvaranju, raspodeli i trošenju nacionalnog dohotka.

Područje delovanja javnih finansija nije više, što se sve donedavno tvrdilo, ograničeno visinom i ponašanjem nacionalnog dohotka. Razvoj javnog duga kod centralne banke (koji u nekim privredama dostiže gotovo visinu nacionalnog dohotka), zatim javni dug u inostranstvu i priliv dohotka iz inostranstva, sve razvijaju deficitni sistem finansiranja kroz kreditnu ekspanziju unutar nacionalnih privreda - samo potvrđuju novi pristup. Time se i domen i delovanje javnih finansija ogromno proširuju i prelaze granice koje im stvara nacionalni dohodak. Istina, nacionalni dohodak i dalje ostaje osnovni agregat preko koga se ispoljavaju i na kome se osećaju delovanja monetarne i fiskalne politike.

Razvijenim intervencionizmom države, javni radovi, rashodi, nacionalizacija, državna participacija, uvoz i izvoz kapitala, kreditno-monetarna politika, subvencije, međudržavni kredit, nabavke državne i stvaranje rezervi, carine, devizna politika i dr. uglavnom su orijentisani na rešavanje danas najtežih problema, nastalih i naraslih u protivrečnostima savremenog kapitalizma (nezaposlenost, inflacija, depresivna faza ciklusa, monetarna kriza, reprodukcija kapitala i dr.).

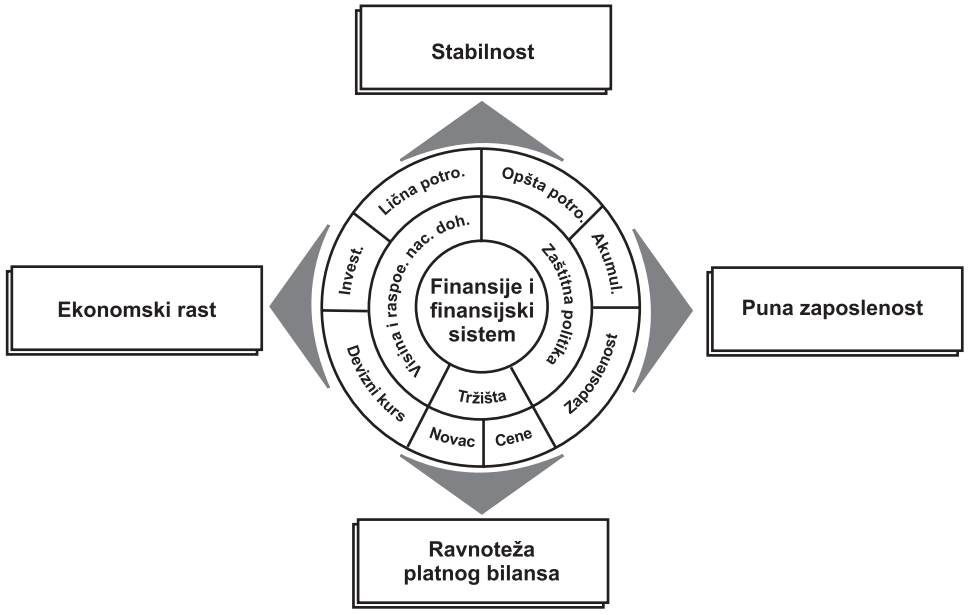
Monetarni i fiskalni sistem kao i celina slede razvoj pojedinih ekonomskih aktivnosti, odnosno različito manifestovanje proizvodnje, raspodele i potrošnje. Time savremeni kredit, s jedne strane i budžet i budžetska politika, s druge, postaju gotovo osnovni instrument stabilizacione politike. Fiskalna politika pretvara se iz dopunskog, korektivnog faktora razvoja privrede, u osnovno područje preko kojeg se deluje na ekspanziju i stabilnost privrede. Sada razvijane funkcionalne finansije, znatno su proširene preko funkcije banaka i kredita i njihovog stavljanja u funkciju javnog sektora. Fiskalnom i monetarnom politikom savremena država je u stanju da efikasno deluje na:

1. Raspodelu nacionalnog dohotka;
2. Formiranje štednje i kapitala za razvoj ;
3. Ponašanje potrošnje (ukupne i u strakturi);
4. Kretanje investicija i zaposlenosti;
5. Odnose u spoljnoj trgovini i platnom bilansu;
6. Gotovo sve sektore privrednog razvoja.

Savremena država je počela zahvataj javnim prihodima preko 40 - 52% nacionalnog dohotka, a javnim rashodima dostiže 40% učešća u društvenom proizvodu, javnim investicijama 45-505 u bruto investicijama privrede. Država time postaje sve snažniji faktor, koji kroz primenu određenih mera monetarne i fiskalne politike može, iz osnova, menjati stanje i ponašanje celokupne privrede.

Širina delovanja finansija mogla se šematski prikazati na sledeći način:

DELOVANJE FINANSIJSKOG SISTEMA U PRIVREDNOM SISTEMU
- šema -



Radikalno su se promenili pojmovi o karaktera i značaju novca i kredita, javnih rashoda, oporezivanja, javnog duga, budžeta i budžetske ravnoteže, odnosno budžetske politike. No, pri tome su se javila dva nova kvaliteta:

7. Prerastanje funkcija finansija s čisto distributivnih na *produkcione efekte* sve je uočljivije. Konačno, u gotovo svim razvijenim zemljama sve je veća orijentacija na ostvarenje privrede i monetarne stabilnosti. Novi ciljevi finansijske politike vezani su, pre svega, za ostvarenje optimalne stope rasta, punu zaposlenosti, ravnotežu platnog bilansa, kao i finansijsku stabilnost.
8. Savremena finansijska teorija nalaže *kombinovanu primenu mera fiskalne i monetarne politike.* To, na kraju, postaje predruet potpunijeg i šireg istraživanja međuzavisnosti i mogućnosti u koordinaciji mera monetarne i fiskalne (finansijske) politike.

Time se nova nauka o finansijama sve više orijentiše na to da preko odgovarajućih instrumenata monetarne i fiskalne politike deluje kao *regulator osnovnih privrednih tokova i socijalne politike.* Nefiskalni, ekonomski i socijalno-politički ciljevi izbijaju u prvi plan, za razliku od ranijih čisto *fiskalnih ciljeva.* No, treba reći, da se i dalje izučava priroda, karakteristike, razvoj i oblici delovanja svih instrumenata monetarnih i javnih finansija, iako je sve to danas u drugom planu.

D R U G I D E O

STRUKTURA, INSTITUCIJE I INSTRUMENTI FINANSIJSKOG SISTEMA

GLAVA PRVA

FINANSIJSKI SISTEM - STRUKTURA, INSTITUCIJE I INSTRUMENTI

1. STRUKTURA I FUNKCIJE FINANSIJSKOG SISTEMA

Za koncipiranje sistema finansiranja privrednog razvoja, odnosno proširene reprodukcije, pogodna je opšta teorija sistema, i to zbog toga što je proces stvaranja i upotrebe štednje (investiranja) višedimenzionalan. Teorija sistema ima tu prednost da problem koji je u središtu interesa posmatra celovito i u opštoj međuzavisnosti (interakciji) dinamički, kako u prostora, tako i u vremenu, odnosno pojedinim privrednim segmentima, sektorima.

Opšta teorija sistema obično se raščlanjuje na četiri osnovna sistema:

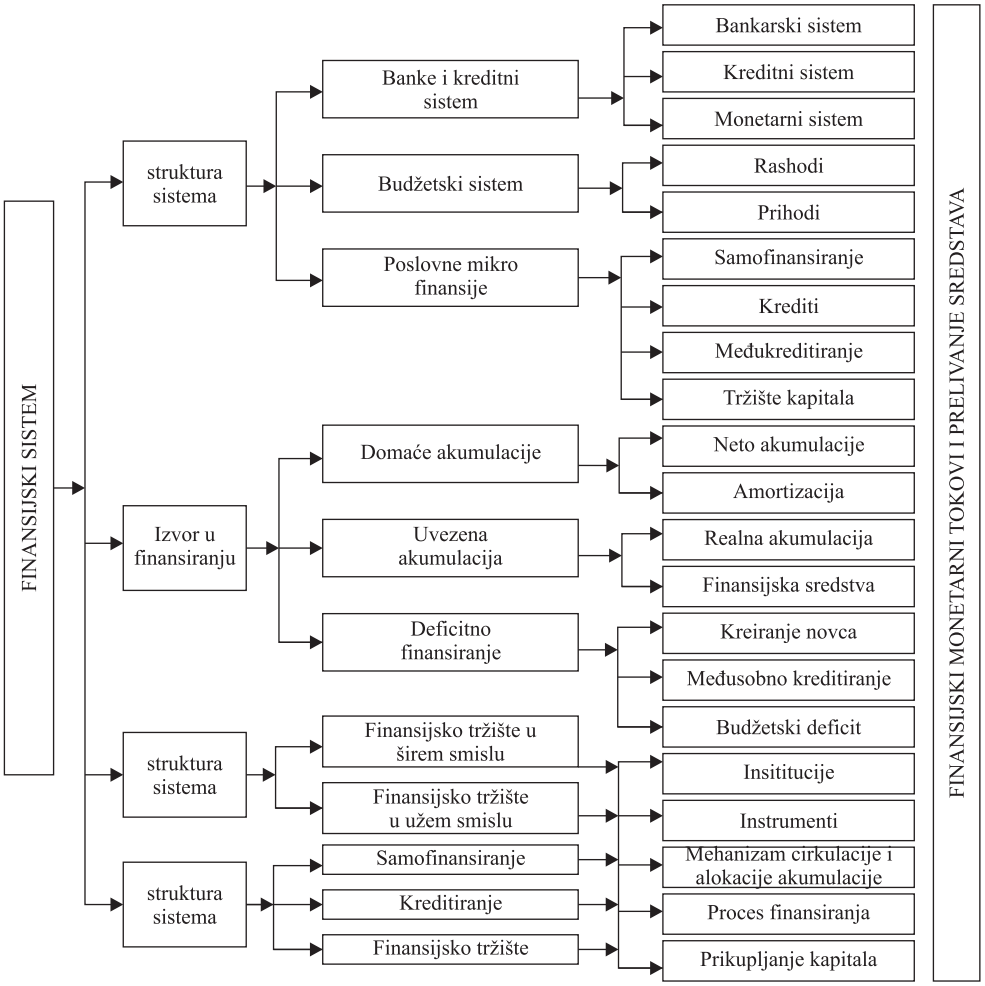
1. Sistem funkcija (ekonomski sistem, finansijski sistem i dr.),
2. Materijalni sistem (tehnički mehanizmi),
3. Sistem ideja (materijalizam, idealizam, funkcionalizam),
4. Biološki sistem (ekologija i dr.).

Sistem funkcija dalje se dekomponuje na veliki ekonomski sistem, a u sastavu njega postoji:

1. Sistem raspodele,
2. Sistem proširene reprodukcije, štednja i njeno usmeravanje ti proširenu reprodukciju,
3. Bankarski sistem,
4. Monetarni sistem,
5. Kreditni sistem,
6. Sistem štednje i investicija,
7. Spoljnotrgovinski i devizni sistem,
8. Sistem cena,
9. Informacioni sistem,
10. Ekološki sistem i dr.

Finansijski sistem igra jednu od ključnih uloga u odvijanju i regulisanju tokova reprodukcije. Finansijski sistem to potpunije ostvaraje ukoliko ima razvijenije finansijske *institucije, instrumente, tokove i finansijske mehanizme* u procesu finansiranje nacionalne ekonomije.

FINANSIJSKI SISTEM - INSTRUMENTI, INSTITUCIJE I TOKOVI FINANSIRANJA
- šema –



Finansijske institucije, instrumenti i tokovi mogu se na početku prikazati na sledeći način:

Finansijski sistem se sastoji od određenih *podsistema, institucija i instrumenata,* ali i specifične njihove povezanosti, kao i *tokova novca* i štednje u njihovoj stalnoj međusobnoj izmeni oblika.

Upravljanje finansijskim sistemom, odlučivanje o formiranju i usmeravanju novca i akumulacije, prisvajanje reztiltata rada proširene reprodukcije i upravljanje svim tokovima reprodukcije čine društveno-ekonomsku bazu i predstavljaju osnovni karakter sistema.

Funkcionisanje sistema finansiranja proširene reprodukcije znači: prvo, finansijske izvore odnosno (a) Sistem domaće akumulacije; (b) Uvozne akumulacije (Su); (c) Deficitni sistem finansiranja (kreiranje novca ex nihilo, u procesu finansiranja reprodukcije i drugo, pošto se finansijski izvori koriste, odnosno prenose preko određenih finansijskih institucija, instrumenata i mehanizama cirkulacije i alokacije što ćemo izučavati u sklopu finansijskog tržišta u širem i užem smislu. Na taj način su finansijski izvori, instrumenti, mehanizmi i institucije za njihovu koncentraciju i prenošenje samo međusobno povezani delovi jedinstvenog finansijskog sistema. To u stvari i predstavlja finansijski sistem.

Struktura i karakteristike delovanja monetarnog, kreditnog, bankarskog i fiskalnog sistema se posebno proučavaju.[2] Treba istražiti sistem finansiranja reprodukcije i finansijske tokove u reprodukciji. Da bismo to mogli sagledati, neophodno je da prethodno vidimo koji su *finansijski izvori* (sistem formiranja i karakteristike pojedinih izvora za finansiranje reprodukcije), a zatim *fiinansijske institucije i finansijski instrumenti* u savremenoj privredi.

2. FINANSIJSKI IZVORI U EKONOMIJI

1) FINANSIJSKI IZVORI - FINANSIJSKA ŠTEDNJA

U osnovi postoje tri finansijska izvora:

1. Novčana akumulacija, ili, prema gradanskoj teoriji, štednja
2. Inostrana sredstva, uvezena akumulacija
3. Kreiranje novca

Samo prvi oblik, nastao iz raspodele nacionalnog dohotka (Y), osnovni je i dominantan izvor finansiranja reprodukcije.[3]

Dugogodišnji razvoj ekonomske teorije sadrži i stalni zahtev za definisanjem štednje (akumulacije) kao hitnog makroekonomskog agregata, koji se javlja u svim modelima (teorijama) rasta u svojstvu ključnog faktora dinamike i ravnoteže privrednog rasta.

---

[2] Dr Slobodan Komazec: Monetrna i finansijska ekonomija, NIŠRO Štampa, Šibenik, 1981.

[3] Moguće je privredni rast pokrenuti (impulsirati) uvozom akumulacije, ali ga je teško održati, jer, u krajnjem slučaju, za to je potrebno formiranje dovoljne domaće nacionalne akumulacije (Sd). Uvozna akumulacija može ubrzati, ili pomoći, tempo ekonomskog rasta, ali ona ne može biti osnova dugoročnog ekonomskog rasta. To je, pre svega, nacionalni dohodak i nacionalna akumulacija.

Ekonomska teorija danas štednju tretira uglavnom kao razliku između realizovanog dohotka i efektivnih izdataka za tekuću potrošnju, odnosno kao odloženu potrošnju. Time se istovremeno postavlja i pitanje optimalizacije štednje i potrošnje, odnosno njihovog međusobnog odnosa u određenoj sekvenci vremena dugoročnog procesa ekonomskog rasta. Njihov međusobni odnos i ponašanje u ovom procesu sve češće se posmatra u funkciji stabilnog (uravnoteženog) ili neuravnoteženog razvoja.[4]

Dakle, i ovde se može uspostaviti poznati odnos:

$$S = Y - C$$

Novčana štednja je jednaka - dohodak minus potrošnja.

U našoj metodologiji *novčana akumulacija predstavlja razliku između ukupnih primanja za prodatu robu i usluge i izdavanja za troškove poslovanja* (bez izdavanja za amortizaciju), izdavanje za doprinose, poreze i dr., kao i za lične dohotke.

Novčana štednja (Sd) se javlja kao saldo bilansa privrede kao celine, i to kretanje u njenom drugom, *realnom delu* i finansijskim tokovima. Stoga će na kretanje novčane akumulacije (Sd) delovati svi faktori koji deluju na promene nacionalnog dohotka (Y), a to je, prema nekim autorima, 27 autonomnih faktora, ali i *ponašanje potrošnje* iz datog dohotka. To je poznati odnos:

$$Y= C + S$$

Kako su štednja i investicije ex post jednaki (S = I), to se identitet često susreće u obliku:

$$Y= C + I$$

Faktori koji dovode do promena dohotka (Y) nalaze se izvan finansijske sfere s viškom štednje (S I), a prenoseći je na mesto s manjkom (S I), dovode istovremeno i do promena nacionalnog dohotka štednje.

Novčana štednja (S) *se javlja i kao finansijski višak* nakon izdvajanja sredstava nekog sektora ili ćelije privrede u osnovne i obrtne fondove, dakle *posle transformisanja u realnu akumulaciju.* To znači da *finansijski višak* može da nosi dva predznaka. Kod sektora gde je *štednja veća od investicija* (S I), on je *pozitivan,* kod sektora gde je *štednja manja od investicija* (S I) - on je *negativan.* Jasno je da u savremenoj privredi postoje sektori s viškom štednje (akumulacije), nasuprot sektorima s manjkom akumulacije.

Finansijska štednja je uži pojam od novčane akumulacije, ali znatno *bolje odražava materijalni položaj i finansijsku (novčanu) sposobnost privrede,* ili pojedinog sektora, za ulazak u *proces investiranja,* Finansijska štednja predstavlja pozitivnu razliku između novčane akumulacije i realnih investicija u određenom periodu

$$FS = AN - IR$$

[4] Optimalizaciju akumulacije i investicija u funkciji stabilnosti i stope ekonomskog rasta šire razmatramo nešto kasnije, jer je to danas strateški faktor u procesima formiranja i upotrebe akumulacije, kao i ponašanja agregatne potrošnje (odnosno njenih pojedinih elemenata).

Finansijska štednja se javlja kada je novčana akumulacija (AN) veća od realnih izdataka za investiranje (IR).

Finansijski višak se zbog toga i zove *finansijska štednja,* što je posebno prisutno u građanskoj finansijskoj teoriji. Ovaj višak novčane akumulacije se, posredstvom mehanizma i instramenata finansijskog sistema, prenosi i stavlja na raspolaganje onim jedinicama u sistemu gde su *realne investicije* veće od *sopstvene akumulacije* (IS). Međutim, jedan deo sredstava takav sektor može da zadrži u nekom finansijskom obliku koji ne cirkuliše na finansijskom tržištu (npr. gotov novac stanovništva, koji se nasuprot štednji - tezauriše).

To su pre svega finansijske investicije, za razliku od realnih investicija privrednih sektora (finansijske investicije zbog toga nešto kasnije znatno šire razmatramo).

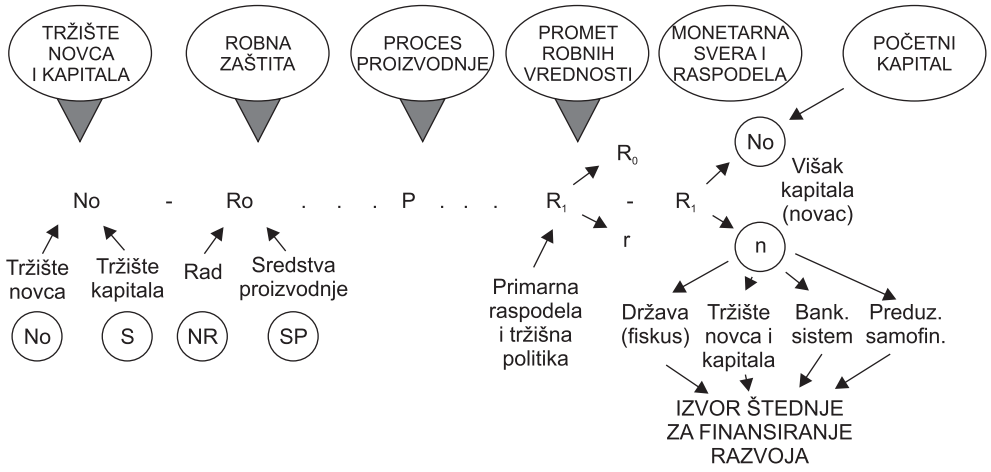
Ukupna štednja se preko finansijskih institucija prenosi u privrednim tokovima u finansijsku reprodukciju direktnim kreditima, fiskalnim mehanizmom, bankarskim mehanizmom, samofinansiranjem i dr.

2) KVALITATIVNI I KVANTITATIVNI ELEMENTI FINANSIJSKOG SISTEMA

Finansijski sistem se stoga mora posmatrati sa *kvantitativne i kvalitativne strane.*

Kvantitativna strana finansijskog sistema ogleda se u tome da se njegovim posredstvom vrši alokacija novčane akumulacije sa mesta na kojima se javlja veća štednja od investicija (SI) na segmente privrede gde se javljaju veće investicije od štednje (IS).

FINANSIJSKI SISTEMI PROCES REPRODUKCIJE
- šema -



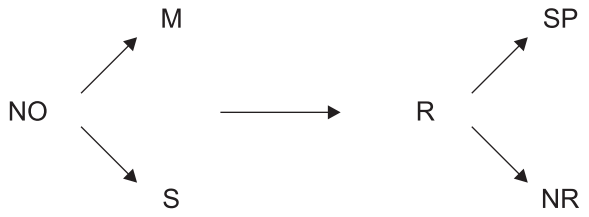
Kvalitativna strana finansijskog sistema odnosi se na ukupnost finansijskih instrumenata, mehanizma i institucija preko kojih se ostvaraje društvena dislokacija novčane akumulacije.

Pogledajmo finansijski sistem preko jedne šeme reprodukcije i povezanost tržišta novca, tržišta kapitala i proces stvaranja štednje (kapitala).

Odvojiti monetarnu sferu od sfere stvaranja vrednosti, raspodele i cirkulacije štednje (kapitala) gotovo je nemoguće. Te dve sfere su organski povezane uz stalno prelivanje sredstava iz jedne u dragu sferu (promet tekućeg novca i promet kapitala).

Iz navedene šeme reprodukcije može se sagledati povezanost pojedinih sfera, emisije novca i stvaranja akumulacije, tržište rada i sredstava, kao i tržište novca i akumulacije, te uloga bankarskog sistema. Monetarna i finansijska sfera su, dakle, samo *druga strana realne sfere reprodukcije.*

U celokupnom procesu proširene reprodukcije, koji počinje i završava se novcem, već na samom početku ciklusa postavljaju se pitanja: Na koji način tekući novac (M1) ulazi u proces razmene robnih vrednosti (N-R), *ko ga stvara, ko sa njim upravlja* i na koji način se vrši *monetizacija privrednih tokova* (snabdevanje privrede potrebnom količinom novca)? Na isti način možemo postaviti i sledeća pitanja: Kako se akumulisani deo viška (S) uključuje u novi ciklus reprodukcije, ko ga je "prisvojio", ko sa njim upravlja, na kojim se osnovama i u kojim sferama vrši *koncentracija* ovih sredstava, da li se uspostavljaju *uravnoteženi odnosi novčane i realne akumulacije* na robno-novčanim tržištima ili se radi o *disproporcijama realne i monetarne sfere reprodukcije?*



Interesantno je, stoga, odrmah preći na sistem akumulacije u funkciji finansiranja reprodukcije i privrednog rasta u celini.

3. ŠTEDNJA U FINANSIJSKOM SISTEMU

Osnovno pitanje svakog *privrednog* sistema, a time i *finansijskog* sistema, koji mu je u funkciji (i koji treba da verno odslikava osnovne karakteristike privrednog sistema) jeste pitanje mase, kvaliteta (strukture) rasporeda štednje ili akumulacije po osnovnim privrednim sektorima. To je istovremeno i pitanje sposobnosti date privrede da se brže ili sporije razvija, da se to odvija u uslovima veće ili manje *ekonomske stabilnosti i monetarne ravnoteže.*

Ako domaći ekonomski sistem nije u stanju da osigura dovoljnu masu i kvalitet akumulacije (S), dolazi do usporavanja investicija (ili se finansiraju "nekvalitetnim" sredstvima, uglavnom *deficitno)* i *multiplikujućeg* pada nacionalnog dohotka, već prema poznatom obrascu u makroekonomiji

$$- (= -\Delta \text{l. m odnosno } - \Delta Y > - \text{VI.}$$

Problem se rešava, ako ne kroz raspodelu nacionalnog dohotka, a ono najčešće kroz:

1. Monetarni sistem i emisiju novca odnosno *deficitno finansiranje;*
2. Povećani pritisak na *uvoz akumulacije,* odnosno narušavanjem platno-bilansne ravnoteže ili produbljavanjem već postojeće neravnoteže (deficita) platnog bilansa. Time emisioni mehanizam i dodatna akumulacija iz inostranstva *mogu samo privremeno da pomognu proces ostvarivanja ravnoteže na realnim tržištima* (S= I) unutar nacionalne privrede, ali ne i da ga dugoročno osiguraju kao *dugoročnu ravnotežu.*

Osnovni problem je u potrebi ostvarivanja dovoljne akumulacije iz domaćeg nacionalnog dohotka kao osnovnog izvora sredstava za finansiranje razvoja.

U sistemu formiranja nacionalne akumulacije iz nacionalnog dohotka, osnovnu ulogu imaju tri sektora:

Sektor privrede - samofinansiranje, odnosno autonomno finansiranje. Sektor države - javni fondovi, javna sredstva. Sektor stanovništva - privatna štednja, privatizacija dohotka. Dodatna akumulacija iz inostranstva koja je danas redovno prisutna u funkcionisanju ofvorene privrede.

U državnom socijalizmu glavni nosilac nacionalne akumulacije je sektor države, u *tržišnom sistemu* to je uglavnom sektor stanovništva. Sistem štednje treba da reši tri osnovne funkcije:

- da stvori *dovoljnu masu štednje* za finansiranje investicija, u cilju ostvarivanja optimalne stope rasta;
- da osigura *mobilnost društvene akumulacije* i njeno prebacivanje na one segmente gde će dati odgovarajuće rezultate u nacionalnom dohotku i zaposlenosti;
- da osigura *zadovoljavajuću strukturnu dislokaciju štednje* (po granama, regionalno i dr.).

To znači da se u svakoj privredi u formiranju štednje moraju rešiti istovremeno tri pitanja:

Mehanizam formiranja štednje, njena visina i sektorski raspored;

Prenosni mehanizam koji u sebe uključuje *proces koncentracije, cirkulaciju i sistem povezivanja akumulacije* (institucije, instrumenti, mehanizam i oblici -udruživanje, zajedničko ulaganje, samofinansiranje, bankarski sistem i dr.), i

Sistem ulaganja i vezivanja novčana akumulacije u brojne procese investiranja (struktura i kvalitet investicija, rokovi, efikasnost i dr.).

Sistem akumulacije danas treba da funkcioniše u takvim odnosima u savremenim privredama u kojima se čestim *intervencijama monetarnog sistema i deficitnim finansiranjem* ni nacionalni dohodak (Y) ne postavlja više kao granica nacionalne štednje (Y = C + S), jer se razvojem *javnog duga* u inostranstvu, ili kod centralne banke, okvir za štednju (S) proširaje i izvan visine nacionalnog dohotka. Ostvarena nacionalna privreda sada dobija novi oblik osnovnih odnosa u finansiranju. Raniji oblik je bio sledeći:

$$I - S = X - M,$$

odnosno:

$$I + X = S + M$$

Uključivanjem *javnog sektora* u finansiranju privrede dobije se sledeći oblik:

$$Y + C + I + G$$

pod pretpostavkom da su investicije jednake štednji (I = S) i *javni rashodi jednaki redovnim javnim prihodima* (G = T, pri čemu je G - javni rashod, a T - poreska zahvatanja). To znači da postoji *ex ante ravnoteža na tržištu štednje i investicija i ravnoteža budžeta* (uravnoteženost javnih prihoda i rashoda). Sada je odnos u jednoj razvijenoj i monetarizovanoj privredi sledeći:

$$I + G = S + T$$

Ukoliko se sada uključi i često *deficitno finansiranje emisijom novca ex nihilo,* odnosi se transformišu u sledeći oblik:

$$Im + Gm\ S + T$$

što znači da se radi o neuravnoteženim odnosima, izazvanim *intervencijama monetarnog sistema.* U ovom slučaju *debalans* može nastati intervencijama u sektoru investicija (I), sektora opšte potrošnje (G) ili sektora lične potrošnje (C), dakle imamo

$$Y = Cm + Im + Gm$$

Budući da u modernim privredama uglavnom nema ni po vremenu, ni po visini izjednačavanja i jednakosti javnih rashoda i javnih prihoda (G i T) ne samo ex ante već i ex post, *proces uravnotežavanja štednje i investicija* (S = I). *Javlja se kao stalan i poseban problem u finansiranjii reprodukcije,* ali i održavanja stabilnosti u

privrednom razvoju svake privrede. Ovo posebno zbog toga što je Im I, odnosno Gm G (nominalne investicije veće su od realnih, kao i javni rashodi odjavnih prihoda u uslovima inflacionog razvoja odredene privrede, što vodi pojavi *budžetskog deficita* (G > T).

Prošireni oblik međusobnih odnosa, koji sada uključuje sve bitne elemente, dobija sledeći oblik:

$$Y + M = C + I + G + X$$

Pod pretpostavkom da su jednaki G i T kao i X i M (izvoz i uvoz), proces uravnotežavanja se svodi na *odnos nacionalnog dohotka i osnovnih oblika potrošnje* alimentiranih iz datog nacionalnog dohotka.

Osnovni problem u stvaranju nacionalne štednje iz nacionalnog dohotka jeste kako *visina stope štednje,* raspored štednje, efikasnost uloženih sredstava na strani investicija (I), preko svoga multiplikujućeg delovanja na dohodak, stvaraju veće ili manje osnove za novi porast akumulacije. Štednja i investicije su time povezani ne samo u pogledu njihove visine već i *mehanizmom njihovog formiranja i procesom rekreiranja* (koji istovremeno stvaraju osnovu za brži ili sporiji ekonomski razvoj, ali i daju osnovne karakteristike određenog društveno-ekonomskog sistema. Taj složeni mehanizam koncentracije, cirkulacije i realnog vezivanja akumulacije u privredi sastoji se od više *finansijskih institucija i instrumenata,* preko kojih se odvijaju vrlo brojni, različiti i složeni procesi akumulisanja i usmeravanja akumulacije.

Visina štednje u odnosu na društveni proizvod je vrlo značajan indikator finansijskog potencijala i uopšte *akumulativne sposobnosti* jedne privrede, stoga ćemo poći u početku od udela akumulacije u društvenom proizvodu mnogih zemalja u razvoju i u našoj privredi (a nešto kasnije i u razvijenim kapitalističkim privredama). Ovo je svakako samo jedan od indikatora mogućnosti finansiranja razvoja, jer postoje i drugi brojni faktori razvoja, u koje ovde nećemo ulaziti. To je stopa neto štednje.**5**

Stona *neto štednje* (S / Y) je iznos štednje iz datog nacionalnog dohotka. Stopa bruto štednje se dobija kada se na štednju iz dohotka doda iznos amortizacije i tako dobijena sredstva stave u odnos sa *društvenim proizvodom* (S + AM / DP).

Na isti način se mogu dekomponovati i realne investicije, polazeći od stava da je S = I. Investicije se mogu sastojati iz sledećih elemenata:

$$Id = Is + Idr + Ipr + Ios$$

Dakle, realne domaće (d) investicije se sastoje iz realnih investicija sektora stanovništva (s), država (dr), preduzeća (pr) i ostalih sektora (os). Oni čine brato domaće realne investicije.

Svaki sektor ima formiranu svoju štednju i svoje realne investicije. Pri tome se mogu javiti različiti slučajevi.

---

[5] Dr S. Komazec: Finansiranje reprodukcije, Ekonomski fakultet, Beograd, 1988.

SEKTORSKI ODNOSI ŠTEDNJE I REALNIH INVESTICIJA

I	≷	S	Sektor stanovništva
I	≷	S	Sektor preduzeća
I	≷	S	Sektor države
I	≷	S	Ostali sektori

Sektor preduzeća je uglavnom deficitaran (I > S), što je slučaj najčešće i sa državom (I > I), te se preko finansijskog tržišta ili preko bankarskog sistema štednja sa suficitarnih sektora prenosi na deficitarne sektore.

Ukupna štednja se, dakle, preko finansijskih institucija i određenih instrumenata i tokova prenosi u finansijsku reprodukciju:

- direktnim metodom (kreditima),
- fiskalnim mehanizmom,
- bankarskim mehanizmom,
- finansijskim tržištem,
- samofinansiranjem.

U modernim privredama istovremeno funkcionišu svi oblici u finansiranju reprodukcije, samo je različito učešće pojedinih oblika finansiranja.

GLAVA DRUGA

FINANSIJSKE INSTITUCIJE I INSTRUMENTI

1. FINANSIJSKI SISTEM I FINANSIJSKI SUBJEKTI

Struktura finansijskog tržišta u sebi sadrži nekoliko vrsta subjekata koji na njemu deluju:

Primarni finansijski subjekti, u koje spadaju preduzeća iz privrede, stanovništvo, država i međunarodne korporacije,

Sekundarni finansijski subjekti, u koje spadaju brojni finansijski posrednici na finansijskom tržištu ili finansijski intermedijatori.

Karakteristike finansijskih institucija su u tome što njihov osnovni potencijal predstavljaju finansijski instrumenti.[6] Osnovna delatnost finansijskih institucija koncentrisana je na držanje i operacije finansijskim instrumentima. Osnovne finansijske institucije su banke i fondovi za kreditiranje.

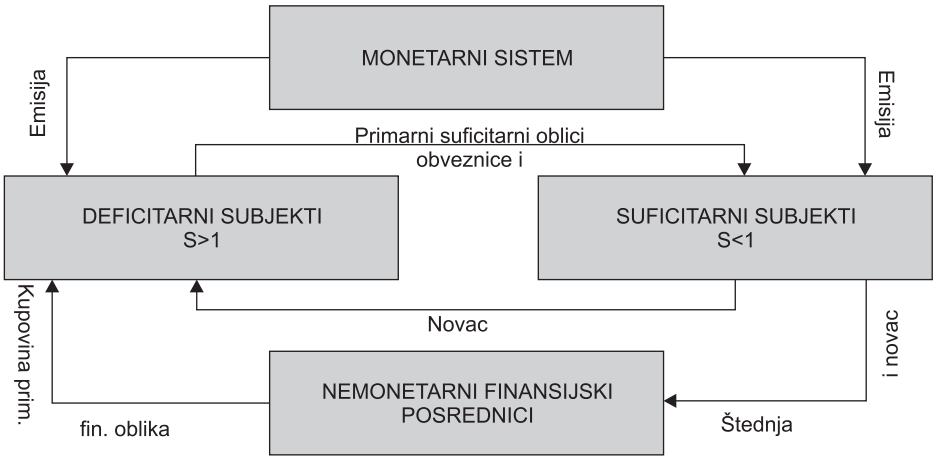
Finansijske institucije obavljaju funkciju prikupljanja novčanih sredstava, usmeravaju ih u finansijske plasmane i vrše različite finansijske usluge.

Finansijske institucije prikupljaju (koncentrišu) novčana sredstva u obliku *depozita,* u ulozima na transakcione račune, uzimanjem kredita, emisijom hartija od vrednosti, udelom u kapitalu, uplatom članarina, prodajom polisa osiguranja i dr. Tako prikupljena novčana sredstva ove institucije *plasiraju* u obliku kredita, kupovinom hartija od vrednosti na finansijskom tržištu, ili ulaganjem u realne plasmane (robu). Većina finansijskih institucija su *finansijski posrednici.* Najvažnija finansijska institucija je banka (poslovne banke i centralna banka - banka banaka). Ostale finansijske institucije su nebankarske (non - bank finantial institutions) i predstavljaju česte finansijske posrednike za prenošenje novca i štednje sa jednim na druge subjekte na finansijskom tržištu. Mada su slične bankama one nisu banke iz prostog razloga što ne primaju depozite i ne odobravaju kredite na osnovu kojih se vrši *emisija novca.* Nebankarske finansijske institucije ne mogu da vrše (bar zvanično) emisiju novca. Nebankarske finansijske institucije ne mogu da vrše (bar zvanično) emisiju novca. To mogu samo banke i bankarski sistem.

[6] Dr Slobodan Komazec: Društveni kapital, finansiranja reprodukcije i ekonomska stabilnost, str. 82-102.

Najvažnije nebankarske finansijske institucije su: *penzioni fondovi, osiguranje, investicioni fondovi* (institucionalni investitori), *finansijske kompanije, brokersko-dilerske kuće, trust ustanove* i dr. One samo »razmeštaju« već postojeću (i kod njih koncentrisanu) štednju. *Emitovati ili kreirati novac ne mogu.* U bankarske institucije spadaju *poslovne banke* (veliki broj različitih banaka) i centralna banka kao najvažnija finansijska institucija.

MONETARNI SISTEM, NE MONETARNI FINANSIJSKI POSREDNICI I DEFICITARNI I SUFICITARNI SUBJEKTI U REPRODUKCIJI



Prenos finansijskog viška sa suficitarnih subjekata na deficitarne uglavnom se vrši kroz tri kanala:

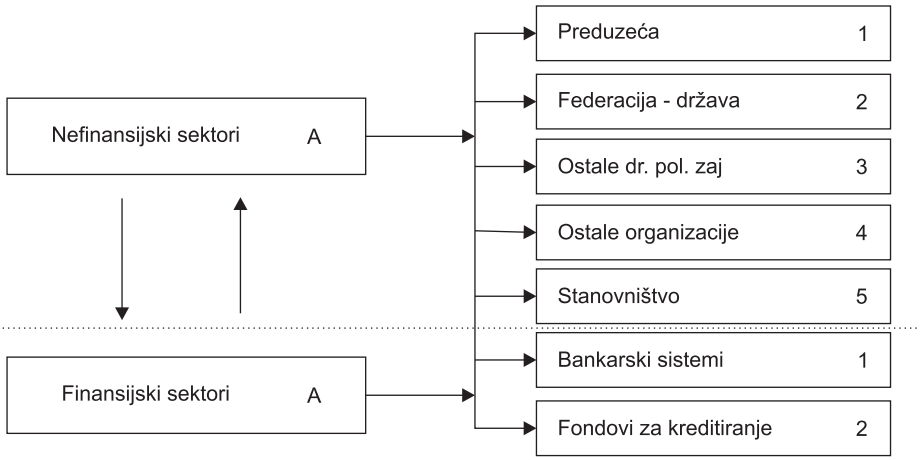
1. Direktnom metodom,
2. Indirektnom metodom:
   a) posredstvom monetarnog sistema;
   b) posredstvom nemonetarnih institucija (institucija koje nemaju depozitnog novca u svojoj strukturi sredstava i nemaju pravo na emisiju novca),
3. Preko nemonetarnih finansijskih posrednika.

Finansijski i nefinansijski sektori mogu se sistematizovati i na sledeći način:

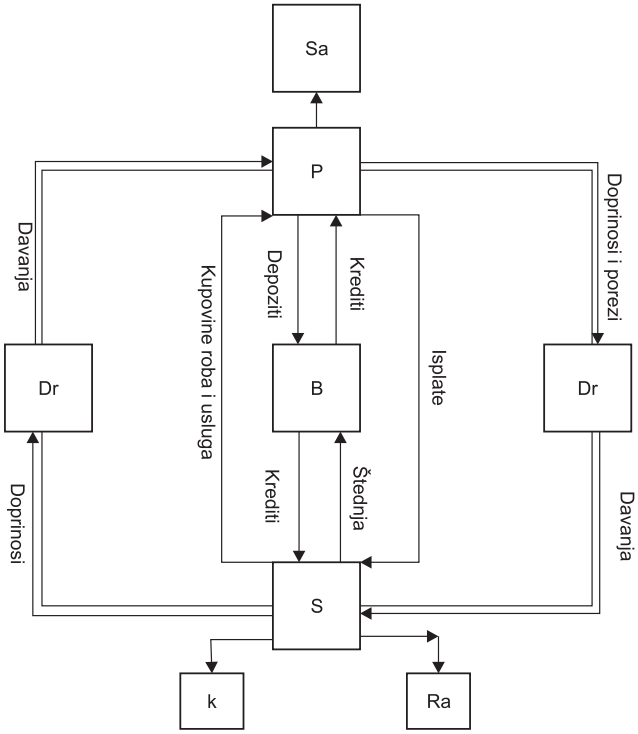
Navedena šema podele privrede na fmansijske i nefmansijske sektore u nešto izmenjenom, jasnijem funkcionalnom smislu povezanosti, može se prikazati na način da se prikažu medusobni tokovi novca i akumulacije izmedu sektora u finansijskom sistemu, kao i povezanost u sistemu fmansiranja reprodukcije.

Kao što se vidi, originalni sektor privrede, dok se ostali sektori zasnivaju na preraspodeli i oslanjaju se na dohodak i novčanu akumulaciju stvorenu u prvom sektoru. Upravo zbog toga ovaj sektor želimo staviti u prvi plan istraživanja, pre svega sa pozicije monetarne analize, a zatira finansiranja reprodukcije ovog sektora i privrede u celini.

FINANSIJSKI I NEFINANSIJSKI SEKTORI
- šema -



TOKOVI NOVCA I AKUMULACIJE IZMEĐU SEKTORA U FINANSIJSKOM SISTEMU



2. FINANSIJSKI INSTRUMENTI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Razvijenost ili nerazvijenost fraansijskog tržišta u nekoj piivredi često se me-ri većom ili manjom razvijenošću i stmkturom pojedinih oblika finansijskih instrumenata. Finansijski instrumenti su oblici u kojima se može tražiti imovina pojedinih subjekata privrede, ili pojedinih sektora. Na razvijenost finansijskih instrumenata deluju brojni ekonomski, institucionalni, razvojni, istorijski i drugi faktori. Za analizu finansijskih instrumenata u razvijenim kapitalističkim privredama, kao i u našoj privredi osnovne su karakteristike:

a) Struktura instrumenata *po sektorima,*
b) Struktura *po vrstama* instrumenata,
c) Struktura instrumenata *po rokovima,* i
d) Straktura instrumenata po *načinu formiranja, oblicima upravljanja, odlučivanja o njihovoj upotrebi,* odnosno *transformaciji* jednog u drugi oblik.

Često se ističe da je naša finansijska struktura po instrumentima vrlo simplificirana (nerazvijena), u odnosu na druge razvijene tržišne privrede, posebno danas razvijenog kapitalizma.

Struktura i mogućnost razvoja, odnosno značaj pojedinih instrumenata finansijskog sistema, odraz je i veće ili manje mogućnosti koje formira dati privredni i društveni sistem u jednoj zemlji. Poznato je da u kapitalizmu postoji vrlo razvijen oblik različitih vrednosnih papira, akcija, menica, obveznica javnog duga, kao i razvijeno *otvoreno tržište* (kupovina i prodaja tih instrumenata, uz pretvaranje u druge, likvidnije oblike, emisiju novca i dr.), dakle razvijen kreditni sistem sve više smanjuje ulogu gotovog novca. Nasuprot tome, u nedovoljno razvijenim privredama, u kojima ne postoji razvijeno finansijsko tržište i kreditai sistem, uloga gotovog novca je znatno veća, teškoće u transformaciji veće, tzv. *fluidnost finansijskog tržišta manja,* a time i likvidnost privrede.

Analiza finansijskih instrumenata često se vrši odnosom ostvarene prosečne stope rasta finansijskih instrumenata i prosečne stope rasta društvenog proizvoda. Na taj način uočavamo da li finansijski instrumenti prate po visini kretanje društvenog proizvoda finansijske transakcije u privredi, obično u toku jedne godine).

U analizi *strukture finansijskih instrumenata po sektorima,* sve finansijske instrumente možemo grupisati na sledeće sektore:

1. Sektor privrednih preduzeća,
2. Sektor ostalih organizacija,
3. Sektor stanovništva,
4. Sektor države,
5. Sektor banaka i finansijskih institucija,

6. Sektor inostranstva.

Sektor privrede i sektor stanovništva u strukturi finansijskih instrumenata pokazuju dominantao učešće. Kod sektora privrede to je vezano za potrebe *finansijskog posredovanja i prelivanja novca i akumulacije, a* kod sektora stanovništva za *pojavu finansijskih viškova* koji se posredstvom banaka prelivaju u *deficitarne sektore,* odnosno zadržavaju u obliku *gotovog novca* (ili vrše realna ulaganja u ovom sektora).

Prema *strukturi finansijskih instrumenata po vrstama,* postoji mogućnost razvoja multilateralnih ili bilateralnih odnosa. Multilateralni odnosi (obveznice, blagajnički zapisi, certifikati o sredstvima) predstavljaju više oblika instrumenata koji određuju i deluju na veću fluidnost finansijskog tržišta, dok kod drugih bilateralnih instrumenata (krediti i depoziti) dolaze do ograničavanja fluidnosti finansijskog tržišta. Kod nefinansijskog sektora su uglavnom zastupljeni bilateralni instrumenti (krediti za prodaju robe), kod sektora stanovništva - gotov novac, a kod finansijskog sektora - dominira kredit.

Ročna struktura finansijskih instrumenata pokazuje strukturu prema vremenskoj vezanosti ovih sredstava. Instrumenti se dele na kratkoročne, srednjoročne i dugoročne oblike.

U privredi Jugoslavije ročna straktura nefinansijskih sredstava je nepovoljna. Oko 82% finansijskih instrumenata su kratkoročnog karaktera, dok je kod finansijskog sektora ova struktura obrnuta. To ukazuje na visok stepen ročne transformacije sredstava koji vrši finansijski (bankarski) sistem, odnosno mehanizam.

Struktura finansijskih instrumenata po načinu formiranja pokazuje formiranje ovih oblika sredstava, u odnosu na decentralizovane ili centralizovane novčane tokove. Decentralizovani instrumenti se odnose na instrumente formirane izvan federacije, republika i pokrajina.

Drugi oblik su dobrovoljni prinudni oblici formiranja finansijskih instramenata. Dobrovoljni su instrumenti u stvari decentralizovani, umanjeni za amortizaciju.

Na finansijskoin tržištu cirkuliše novac, koji u kapitalizmu poprima *oblik kapitala,* On se nalazi u različitim oblicima monetarnih supstituta, već prema ročnosti, obliku i držaocima. Sve su to finansijski instrumenti.

Nosioci finansijskog viška vrše stalni proces transformacije svog novca u one oblike instrumenata koji su najprihvatljiviji, s obzirom na likvidnost, kamatu, rizik, oblik plasmana. *Finansijska struktura je razvijenija, ako raspolaže s više finansijskih instrumenata,* odnosno ako je privreda više monetizovana.

Da bi finansijske institucije mogle vršiti efikasni proces mobilizacije finansijskog viška u jednoj privredi, one moraju raspolagati značajnim i razvijenim oblicima finansijskih instrumenata ne samo zbog mobilizacije već i *transformacije* jednih u druge oblike instrumenata.

Svi oblici finansijskih instrumenata cirkulišu na finansijskom tržištu u okvira odnosa S-I = Na (Na - novčana akumulacija). Stoga *finansijski višak* redovno završava na finansijskom tržištu, dok *novčana akumulacija* može biti angažovana u realnim ulaganjima ili u likvidnoj aktivi (što je kejnzijanskoj teoriji poslužilo da dođe do svoje poznate "preferencije likvidnosti"). Sektor privrede, kao osnovni

tražilac sredstava, ima negativnu finansijsku štednju, što znači da ovaj sektor vrši deficitno finansiranje investicija (S I). Napominjemo da on pored svoje akumulacije koristi i transferisanu akumulaciju iz drugih sektora.

Novčana akumulacija sektora privrede obično je plasirana u tri namene:

1. Povećanje realne aktive,
2. Povećanje finansijske aktive,
3. Smanjenje postojeće zaduženosti prema drugim sektorima.

Ako posmatramo promene realne aktive, onda ćemo uočiti da se u makrosistemu kod ovog sektora može formirati iz tri izvora:

1. *Nove akumulacije,* kroz raspodelu nacionalnog dohotka (S = Y - C);
2. *Smanjenjem finansijske aktive* iz prethodnih perioda, i
3. *Povećanjem zaduženosti.*

Priliv *nove akumulacije* iz raspodele nacionalnog dohotka treba da bude *osnovni izvor finansiranja reprodukcije.* Međutim, u ovom sektora su obično *investicije veće od štednje* (I > S), *tako da je obim realnih investicija veći odformirane akumulacije. Tako i dolazi do deficitnog finansiranja.* Osnovni odnosi bi bili sledeći:

S = I + Fa - Fz (finansijska zaduženost privrede kreditima).

Normalno je a je I = S, makar i ch post u privredi, to znači da dolazi *do promena u odnosima* S i I, kao i u finansijskom bilansu privrede:

S = I + Fb

U makrosistemu finansiranja sada se formira odnos I = S + Fb. Ako je I>S, *razlika se formira kroz transfer akumulacije iz drugih sektora u okviru makroekonomskog sistema.* Ako je I<S, *transfer se vrši u druge sektore, s deficitarnim* ćelijama u okviru sektora, ali se *uravnotežavanje vrši u okviru makroekonomskog sistema.* Razlika *(jaz) između realnih investicija i štednje* može se pokriti na tri načina:

1. Promenom zaduženja prema finansijskim institucijama;
2. Međusobnim kreditiranje, odloženim plaćanjem;
3. Zaduživanjem u inostranstvu (finansijski kredit).

U Jugoslaviji su razvijeni svi oblici pokrića razlike investicija i novčane akumulacije (Ir In), s tim što je ranijih godina dominantan oblik bio odnos međusobnog zaduživanja (prelivanja), dok je u novijem periodu to postao oblik zaduživanja prema finansijskim institucijama, a u poslednjoj fazi razvoja inostrani dug, *kreditni odnos time postaje osnovni finansijski instrument u finansiranju reprodukcije.*

Sektor privrede mora "popunjavati" manjak sredstava novčane akumulacije u odnosu na svoje realne investicije, ali i u sva ulaganja u finansijske investicije (aktivu), koja zbog svog kumulisanja dobija specifičan oblik investicija, naravno *bez efekta u dohotku,* uz enormno zadržavanje direktno neangažovanih sredstava. Ova sredstva se najvećim delom drže u bankarskom sistemu, uz njega se vraćaju privredi u obliku kredita iz potencijala banaka. S tim uvezi je i deo odgovora na

pitanje stalnog rasta sredstava banaka i kredita privrede kod banaka (kreditno - depozitni mehanizam kao "Gordijev čvor" finansijskog i privrednog sistema.

Promene u strukturi izvora finansiranja investicija (i privrednog rasta) istovremeno otvara neka nova pitanja na koje teorijski treba dati odgovor. To su:

Gde se nalazi i kolika je (i od čega zavisi) objektivna i optimalna granica zaduživanja prema finansijskim institucijama u zemlji.

Granica i oblici zaduživanja u inostranstvu, odnosno oblici i metode upotrebe inostranih sredstava u procesu razvoja.

Visina, struktura i ponašanje investicija u odnosu na razvoj privrede u celini i rast društvenog proizvoda (proizvodna funkcija investicija).

Mogućnosti smanjivanja sve većeg jaza realnih investicija i domaće akumulacije, što je usko vezano za veću stabilnost privrednog razvoja, odnosno izmenjen sistem raspodele u korist akumulacije.

Kakvi postoje finansijski instrumenti u savremenom finansijskom sistemu, preko kojih on funkcioniše. Da navedemo osnovne:

1. Novac (depozitni, gotov novac, oročeni, ograničeni),
2. Čekovi,
3. Menice,
4. Akcije,
5. Obveznice (državne, banaka, fondova),
6. Platni nalog,
7. Blagajnički zapisi,
8. Komercijalni zapisi,
9. Bankarska potvrda o depozitu (depozitni certifikat),
10. Bankarski akcept,
11. Cesija,
12. Asignacija,
13. Kompenzacija,
14. Opcijom,
15. Fjučersi,
16. Forvardsi i sl.

Dakle, postoji vrlo razvijena *finansijska infrastruktura,* kojom treba znati upravljati i koristiti je.

U našem *finansijskom sistemu,* a time i u *bankarskom sistemu,* ne funkcioniše celi niz modernih instrumenata tržišta novca i tržišta kapitala. To se pre svega odnosi na *opcije, fjučerse i fonvardse.* Ovi instrumenti su vrlo razvijeni na razvijenim finansijskim tržištima razvijenih privreda.

GLAVA TREĆA

FINANSIJSKI TOKOVI I PRELIVANJA

1. FINANSIJSKI TOKOVI - MEĐUSEKTORSKA PRELIVANJA

Finansijski tokovi u osnovi predstavljaju cirkulaciju novca i dohotka (akumulacije, štednje) u privredi. Cirkulacija se može odvijati:

1. Od jednog do drugog subjekta unutar istog sektora.
2. Između dva sektora.
3. Između više sektora, pri čemu jedan postaje samo "prolazni" ili transrnisioni mehanizam cirkulacije.

Finansijski tokovi mogu imati dva oblika:

1. direktni, kada se sredstva prenose direktno od jednog do drugog subjekta, i
2. posredni, kada se sredstva prenose posredstvom drugih subjekata, obično (bar u našem privrednom i finansijskom sistemu) bankama.

Ako se odvoji reprodukciona potrošnja unutar privrednih subjekata, od cirkulacije novca i dohotka između dva osnovna sektora u privredi (stanovništvo i privredni subjekti), uz indirektno uključivanje i banaka (B) - dobija se sledeća slika međusobne povezanosti:

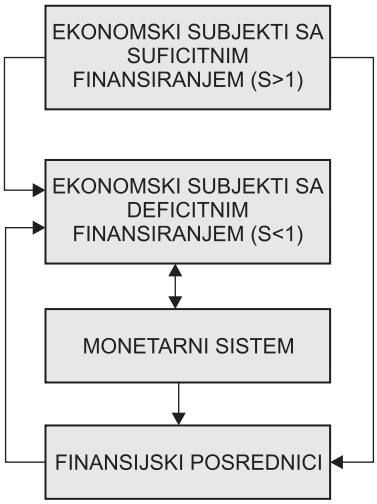
Finansijski tokovi se mogu klasifikovati na tri osnovna oblika:

a) Tržišni,
b) Fiskalni, i
c) Regulativni tok.

Tržišni finansijski tokovi se javljaju pod osnovnim delovanjem tržišnog mehanizma i ponašanja pojedinih subjekata i sektora na tom specifičnom tržištu.

FINANSIJSKI TOKOVI U REPRODUKCIJI

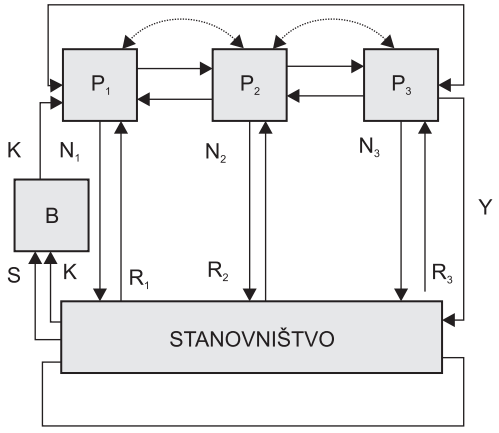
- šema -



U analizi finansijskih tokova i efikasnosti finansijskog mehanizma u finansiranju reprodukcije osnovni su tokovi:

REPRODUKCIONA POTROŠNJA, FINALNA POTRAŽNJA I TEZAURACIJA NOVČANOG DOHOTKA

- šema –



a) Visina i raspored akumulacije po sektorima, kao osnova jačanja finansijskog mehanizma;
b) Finansijske transakcije sektora, promene finansijske aktive i pasive;
c) Do sada predimenzionisana posrednička uloga banaka u finansijskim tokovima uz stalne napore da se optimalno postave u reprodukciji;

Metode finansiranja po sektorima, što je vezano za finansijski potencijal privrede i subjekata po sektorima, odnosu ponude i tražnje finansijskih sredstava ukupno u privredi i po pojedinim sektorima.

Navedene probleme ćemo šire razmatrati u narednim delovima ovog rada.

Fiskalni tokovi vezani su za *raspodelu i preraspodelu nacionalnog dohotka* i na njima se zasniva *finansiranje fiskusa* (državnih i paradržavnih institucija).

Fiskalni tokovi (porezi, doprinosi, carine, javni dug i dr.), koji učestvuju u društvenom proizvodu Jugoslavije preko 44%, odnosno nacionalnom dohotku preko 47-52%, predstavljaju odraz *ingerencije države u privrednom razvoju,* bez obzira što se neposredno "ne meša" u privredne tokove. To je danas vrlo razvijena praksa u razvijenim kapitalističkim privredama, a oni predstavljaju klasično vrlo uprošćene, *čak unilateralne tokove (davanja),* mada su najčešće bilateralnog karaktera. Isključivanje države iz politike investicija, intervencija u privredi, emisije novca i kredita, ovi tokovi treba postepeno da pokazuju tendenciju smanjivanja u pogledu uloge, značaja i delovanja u ukupnim finansijskim tokovima.

TRŽIŠNI FINANSIJSKI TOKOVI I INSTRUMENTI PO OSNOVNIM SEKTORIMA PRIVREDE

Sektori	Povezanost	Finansijski instrumenti	Tokovi
	Preduzeća	Neposredni krediti, obveznice, zajednička ulaganja, sufinansiranje	Bilateralni, direktni
	Banke	Novac, ostala likvidna sredstva, ograničeni depozit, oročena sredstva, devizni depoziti i sl.	multilateralni
	Društveno-političke zajednice	Obveznice, Novac (poreski instrumenti)	Bilateralni
	Inostranstvo	Krediti, devizni depoziti krediti, javni zajmovi, gotov novac, novčani bonovi, štednja, obveznice	Direktni
	Stanovništvo		Direktni
SEKTOR STANOVNIŠTVA			
	Banke	Novac, štedni ulozi, žiro-računi, krediti Obveznice	bilateralni
	Preduzeća		Multilateralni
	Društveno-političke zajednice	Obveznice	Multilateralni
	Inostranstvo	Devizna sredstva, zlato	Bilateralni
SEKTOR BANAKA			
	Privredni subjekti	Kratkoročni, dugoročni, krediti, depziti, ulozi i sl. potrošački krediti, krediti za stambenu izgradnju i dr. štednja, žiro - računi Krediti, obveznice	Direktni bilateralni
	Stanovništvo		Bilateralni
	Društveno-političke zajednice		Bilateralni, multilate-ralni
	Inostranstvo	Krediti, depoziti, devize, zlato	Bilateralni

2. FINANSIJSKA ULAGANJA I FINANSIJSKE INVESTICIJE

Finansiranje reprodukcije i stalni procesi pretvaranja realnog u novčani "kapital", pretvaranje novca u realna dobra, odnosno realizacija robnih u novčane oblike vrednosti - zahtevaju stalno postojanje i zadržavanje delova trenutno realno neangažovanog kapitala u reprodukciji u novčanom obliku, odnosno u drugim manje likvidnim oblicima novčanih sredstava.

S druge strane, održavanje likvidnosti reprodukcije traži stalno zadržavanje jednog dela sredstava ukupne reprodukcije u novčanom (likvidnom) obliku. Stvaranje *robnih kredita* u privredi, zadržavanje različitih oblika depozita u bankarskom sistemu, štednih uloga stanovništva, stalni procesi stvaranja i povlačenja (ali na stalno višem nivou) kratkoročnih i investicionih kredita, stvaranje obveznica i drugih finansijskih instrumenata - sve je to metod nastanka finansijskih ulaganja različitih sektora.

Zbog neophodnosti postojanja ovih finansijskih instrumenata, u finansijskoj teoriji se ovaj oblik zadržavanja novčanih sredstava često naziva i *finansijske investicije.* Istina, ne radi se o klasičnom obliku investicija (realnih ulaganja), koje neposredno stvaraju dohodak, već o *nužnom elementu proširene reprodukcije,* bez kojeg se ona ne bi mogla normalno odvijati.

Visina finansijskih ulaganja često izražava veće ili manje bogatstvo raznih oblika finansijskih instrumenata, monetizaciju privrede, brže ili sporije procese transformacije pojedinih instrumenata u druge, blokiranje ili deblokiranje sredstava u privredi i bankarskom sistemu.

Finansijska idaganja se zbog toga posebno tretiraju:

a) kod nefinansijskih sektora, a posebno
b) kod finansijskih sektora privrede.

3. FINANSIJSKA ULAGANJA PO INSTRUMENTIMA

Finansijska ulaganja *po vrstama instrumenata* (a zatim tih instramenata po sektorima) pokazuju nekoliko tokova koji se istovremeno odvijaju u procesu raspodele i preraspodele novčanih dohodaka, stvaranja i poništavanja novca u procesu transformacije jednog u drugi oblik finansijskog instrumenta.

"Sa gledišta monetarnog prava finansijski instrumenti predstavljaju oblike u kojima se drži ili iskazuje deo imovine, privrede, federacije i ostalih društveno-političkih zajednica, ostalih organizacija, stanovništva i drugih sektora".

Finansijski instrumenti, njihova brojnost, raznovrsnost, elastičnost, fluidnost i čvrsti oblici, pokazuju istovremeno i razvijenost i efikasnost finansijskog mehanizma jedne privrede, a to je osnova i za veću ili manju efikasnost monetarne, fiskalne i razvojne (stabilizacione) politike.

Praćenje razvoja *finansijskih instrumenata po pojedinim sektorima* daje u izvesnom smislu i odgovor da li razvoj finansijskih instrumenata po visini sredstava, sektorima i oblicima prati razvoj finansijskih transakcija sektora, posebno investicija, dohotka i drugih oblika aktivnosti.

Finansijski instrumenti po vrstama i sektorima otkrivaju činjenicu da su vrlo malo zastupljeni *multilateralni* instrumenti. Obveznice, potvrde o učešću i deponovanju sredstava, blagajnički zapisi, ali i drugi brojni mogući prenosivi oblici finansijskih instrumenata, koji mogu da budu predruet kupovine i prodaje na finansijskom tržištu, za sada su nerazvijeni u našoj privredi, odnosno našem društveno-ekonomskom sistemu. Dominiraju, u stvari, *bilateralni instrumenti,* a posebno kredit i depozit.

Nepostojanje multilateralnih finansijskih instrumenata ne predstavlja nikakvu smetnju efikasnosti finansijskog mehanizma naše privrede, posebno u situaciji kada treba da slabi uloga klasičnog finansijskog tržišta, kupovina i prodaja vrednosnih papira, bez obzira na njihov oblik, poreklo ili društveno - ekonomski osnov na stranka. Trebalo bi, međutim, mnogo više razvijati multilateralne oblike finansijskih instrumenata unutar sektora organizacija udruženog rada privrede. Ovi instrumenti, jer su oni prenosivi, nastaju iz procesa oslobađanja ili vezivanja novca i akumulacije, zajedničkih ulaganja, procesa povezivanja i udruživanja rad ai sredstava - sve izvan finansijskih posrednika (sektora) i kredita kao dominantnog (gotovo isključivog) oblika odnosa privrede s bankarskim sistemom.

Kod *sektora preduzeća* dominantan oblik su *krediti za prodaju robe* (robni ili komercijalni kredit), kao i *depoziti kod bankarskog sistema,* a kod *sektora stanovništva* gotov novac u opticaju i štedni depoziti kod banaka. Ovaj sektor je osnovni sektor ponude finansijskih sredstava, on istovremeno pokazuje stalni rast finansijskih ulaganja, mada u strukturi ovih ulaganja dolazi do značajnih promena.

Sve veći značaj *sektora stanovništva* u ukupnim finansijskim ulaganjima, kao i rast kratkoročnih instrumenata u ostalim nefinansijskim sektorima (posebno sektora privrede), dovode do značajne *promene ročne strukture instrumenata.*

Iz strakture finansijskih instrumenata po *dužini rokova* (vremenu) na koje su vezani, potvrđuje se već ranije uočena pojava, da se kod nefinansijskog sektora (uglavnom je u pitanju sektor privrede) na *kratkoročne instrumente* odnosi (za više godina) preko 82%, a na *dugoročne i srednjoročne* svega oko 18%. Nasuprot tome, kod *finansijskog sektora* se na kratkoročne instrumente odnose svega oko 12-27%, a na dugoročne i srednjoročne 73-89%. Takvi, upravo obmuti, odnosi održavaju visok stepen *ročne transformacije sredstava* (krafkoročnih u dugoročne), a vrši ih finansijski mehanizam, korigujući nepovoljnu straktura formirane ponude

finansijskih instrumenata u sektora privrede, nasuprot *tražnji koja je upravo dugoročno formirana i usmerena.*

Sve veća orijentacija ovih subjekata na *držanje kratkoročnih instrumenata,* uz opadanje učešća *dugoročnih,* te istovremena težnja da se "pozajmljena" sredstva dobiju na što duži rok, vezana je, prema većini stavova, za vrlo visok i varijabilan rast cena, odnosno *brzo obezvređenje novca,* pojavu *negativne realne kamatne stope,* a to sve skupa utiče na potpunu neefikasnost finansijskog mehanizma. Destimulativni efekti se naročito osećaju na području ponude dugoročnih sredstava.

Sve veće *učešće sektora stanovništva u formiranju akumulacije,* raspodeli dohotka i *novčanoj masi,* potencija ponudu kratkoročnih sredstava, posebno preko banaka, dok je *tražnja formirana u sektoru privrednih subjekata* uglavnom dugoročnog karaktera.

Naša teorijska misao sve više istražuje navedena područja i istovremeno postavlja sledeća pitanja:

a) Zbog čega je tražnja finansijskih instrumenata usmerena uglavnom na depozite kod banaka,
b) Zašto se ne razvija *funkcija obveznica* kao multilateralnog instrumenta,
c) Zbog čega je tražnja finansijskih instrumenata u stranoj valuti toliko atraktivna u odnosu na dinarska sredstva,
d) Kakva je struktura instrumenata podesna i optimalna za naš privredni sistem, odnosno sistem proširene reprodukcije.

Dominantna uloga depozita kao finansijskih instrumenata, a zatim kredita, rezultat je delovanja više faktora. Mi ćemo istaći samo najvažnije:

1. Slaba *finansijska osnova* privrede, orijentacija na dopunska sredstva u finansiranju na bankarski sistem (ne direktnim udraživanjem sredstava), pozajmljivanje, uz izdavanje određenih instrumenata, odnosno cirkulaciju novca i novčane akumulacije (sa amortizacijom) između privrednih subjekata.
2. *Niska i uglavnom negativna kamatna stopa,* koja inače čini sve vrste vrednosnih papira potpuno neatraktivnim (obveznice, certifikati o učešću, ulaganja amortizacije u "tuđe" programe i sl.).
3. *Veliki interes za kredite kod banaka, zbog negativne kamate, izostanka rizika u poslovanju i investiranju,* dobijanja "premije" za uzimanje kredita (negativna realna kamata) itd. Usmerava subjekte da uzimaju kredite i kumulisanju zaduženosti, odnosno da se ne *stvaraju sklonosti i potrebe za formiranjem vlastite akumidacije* (koja se naime "topi" u inflaciji).
4. *Nejedinstvenost finansijskog tržišta,* kao i uopšte rascepkanost (zatvorenost) tržišta, što onemogućava šira cirkulaciju svih finansijskih instrumenata, posebno onih koji ne predstavljaju "gotovinu", novac na "raspolaganju" svakog momenta.
5. *Nepostojanje i gotovo nemogućnost formiranja "otvorenog tržišta",* koje bi omogućilo cirkulaciju vrednosnih papira, njihovu laku monetizaciju (unovčavanje) i pre roka dospeća, nepostojanje odgovarajućih institucija

koje bi se bavile ovim poslovima, ali i nepostojanje mehanizma za plasman i prihvatanje ovih obaveza i sl.

6. *Visoka inflaciona spirala troškova i cena,* s jedne strane, kao i cena i dohodaka, s druge, dovodi do rasta depozita (kroz njihov inflacioni rast), ali i kredita i zaduživanja, te svi instrumenti s fiksnom kamatom (prinosom) postaju potpuno neatraktivni.
   Depoziti su u takvim uslovima daleko zanimljiviji instrument od *obveznica* i drugih oblika vrednosnih papira. Angažman sredstava u obveznicama, u stvari, znači blokiranje i zamrzavanje dela imovine u jednom u inflaciji neelastičnom obliku, čak i obliku koji često znači *gubitak realne supstance sredstava* angažovanih u tim instrumentima.
7. *Neizgrađena fiskalna politika* na ovom području (kao i na ostalim područjima), kojom bi se stimulisalo ulaganje u ove finansijske oblike, je značajan faktor daljeg zadržavanja simplifikovane i tradicionalne strakture finansijskih instrumenata u našoj privredi.
8. *Visoka atraktivnost deviznih ulaganja,* uz brojne olakšice pri uzimanju kredita, kamate, kupovina robe, putovanja u inostranstvo, povoljnije kamate, veća stabilnost (i prinos kroz *devalvacije* dinara) učinili su da su devizni depoziti postali jedan od osnovnih instrumenata, posebno u sektora stanovništva.

Konačno, u izražavanju stope i mogućnosti samofinansiranja sektora preduzeća obično se polazi od odnosa *bruto akumulacije* (poslovni fond i amortizacija) i *realnih investicija,* uvećanih za *finansijska ulaganja.* S obzirom na to da se *ova sredstva velikim delom odnose na obrtnu sferu reprodukcije,* na tekući (dnevni) novac za transakcione potrebe privrede, na *gotov novac u opticaju* i sl., što je inače područje *regulisanja monetarne politike i novčane mase,* očito je da bi ova sredstva u finansijskim plasmanima trebalo separatisati u tom smislu da *samo sredstva koja potiču iz raspodele nacionalnog dohotka, odnosno akumulacije, predstavljaju finansijska ulaganja koja se mogu* "uključiti" u "bilans investicija" i sistem pokrića investicija u privredi. U protivnom, jedan značajan deo investicija se fiktivno povećava, a veći deo finansijskih ulaganja se isključuje iz čisto monetarne sfere regulisanja, mada im je upravo tu izvor "pokrića", a ne u akumulaciji privrede, odnosno u sferi preraspodele nacionalnog dohotka.

4. MEHANIZMI FINANSIRANJA REPRODUKCIJE

Postoje tri teorijski moguća koncepta i mehanizma finansiranja reprodukcije, odnosno načina na koje se ulivaju sredstva u reprodukciju:

a) Samofinansiranje - interno, u užem smislu udruživanje akumulacije
- šire (sistem učešća u dohotku)

b) Tržište finansijskih sredstava - domaće tržište.
- inostrano tržište.

c) Fiskalni sistem finansiranja - direktno finansiranje
- indirektno finansiranje

U savremenim privredama javljaju se, po pravilu, istovremeno sva tri mehanizma, u zavisnosti od strukture i tipa privrednog sistema, društveno-ekonomskih odnosa, položaja države u reprodukciji, monetizacije privrede, razvoja finansijskog sistema i dr., samo su različite razmere između njih. Statički posmatrano, mikro i makro aspekt finansiranja reprodukcije može dobiti sledeći oblik:

A. Sektorski (mikro) aspekt finansiranja reprodukcije

a) samofinansiranje (Ss),
b) eksterno finansiranje (Fx), ostvareno preko finansijskog tržišta domaćih i inostranih sredstava.

B. Makro aspekt finansiranja reprodukcije

a) Samofinansiranje (Ss),
b) Tržište finansijskih sredstava (Ts),
c) Fiskalni sistem (Ws),
d) Monetarni sistem (Ms), ili deficitno finansiranje emisijom ex nihilo).

Svaki privredni subjekt i sektor, da bi osigurao kontinuitet reprodukcije, mora paralelno s realnim investicijama osigurati i finansijska ulaganja (oročavanja, ograničavanje likvidnih sredstava, ulaganja u štednju, držanje gotovine kao likvidnog oblika sredstava i dr.). To dovodi do povećanja ukupnih investicija i potrebne veće akumulacije od realnih ulaganja, a to znači redovno do odstupanja akumulacije i ukupnih investicija.

Finansijska sredstva se u reprodukcione procese mogu prelivati kroz sva tii navedena kanala.

U tržišno - planskoj privredi samofinansiranje i finansijsko posredovanje preko finansijskog tržišta su prihvaćeni kao oblici koji odgovaraju datom društveno -ekonomskom odnosu. Finansiranje kroz fiskalni mehanizam se postepeno svodi na minimum, uz tendenciju potpunog nestajanja.

"Samofinansiranje ne može biti isključivi metod niti je uvek najoptimalniji oblik finansiranja reprodukcije, kao što i finansiranje posredstvom finansijskog tržišta ne može niti treba da ima apsolutni prioritet, niti će taj oblik finansiranja dati uvek optimalne efekte. Logika je tržišne privrede da se prihvati takav koncept raspoloživosti sredstava, koji pored samofinansiranja obuhvataju još i finansijske tokove koji se osiguravaju posredstvom finansijskog tržišta. Tek na tim osnovama moguće je u sistemu decentralizovanog formiranja akumulacije, vlastitim fondovima i ekstemim finansiranjem zatvoriti krug finansiranja reprodukcije."[7]

Samofinansiranje (ili autofinansiranje), kao metoda finansiranja reprodukcije sektora ili pojedinih subjekata, je metod kojem kao osnovnom teže svi subjekti. Samofinansiranju se daje primat, bez obzira na oblike i metode prikupljanja eksternih izvora u finansiranju preko finansijskog tržišta. To se može odvijati:

[7]

1. Neposredno, povezivanje s nosiocem štednje, ili
2. Posredno, preko bankarskog mehanizma, odnosno finansijskog tržišta.

Ovaj metod je stabilniji i stvara među zavisnost subjekata od ekstemih izvora, kao i poremećaja koji mogu da se jave na finansijskom tržištu. Ali, kako nije moguće sprovesti stopostotni sistem samofinansiranja reprodukcije, posebno privrednih subjekata, to je neophodno postojanje i funkcionisanje i finansijskog tržišta kao specifičnog oblika tižišta sredstava reprodukcije. Zbog toga ćemo razmotriti proces finansiranja reprodukcije kroz finansijsko tržište i odnose ponude i tražnje sredstava, a zatim procese samofinansiranja.

Osnovni oblici eksternog finansiranja su:

a) Krediti domaćih i inostranih banaka,
b) Zajednička ulaganja,
c) Udruživanje s domaćim subjektima radi zajedničkih ulaganja,
d) Sredstava federacije i drugih društveno-političkih zajednica,
e) Ostala sredstva (krediti) drugih pravnih osoba.

Zbog pojave gotovo zakonitosti postojanja internog i eksternog finansiranja investicija i njihove različite visine, ročne strakture, prelivanja i oslobadanja sredstava u procesima reprodukcije (i preko finansijskog tižišta), kao i različite cene tih sredstava, neophodno je šire razmotriti, pre svega, tržište sredstava reprodukcije i proces finansiranja.

GLAVA ČETVRTA

FINANSIRANJE I KREDITIRANJE PRIVREDE

1. OBLICI I VRSTE FINANSIRANJA

Finansiranje i kreditiranje reprodukcije može se posmatrati iz nekoliko aspekata:

1) Makro i mikro aspekt finansiranja. Makro aspekt se odnosi na finansiranje privrede u celini u kojem se sagledavaju ukupni finansijski tokovi i finansiranje privrede u obliku makroagregata (ukupna štednja, ukupne investicije, ukupni izvori i dr.).

Mikroaspekt finansiranja se odnosi na sistem i mehanizme finansiranja pojedinog privrednog ili drugog subjekta. Makrospekt nije prost zbir finansiranja pojedinih subjekata, jer on ima svoje zakonitosti, mehanizme, tokove.

2) Finansiranje se može razmatrati i iz aspekta izvora sredstava za finansiranje investicija (razvoja). Tu se obično izdvajaju, kako smo videli, osnovni i dopunski izvori sredstava. Osnovni se uglavnom vežu za samofinansiranje, a dopunski za dodatne domaće i inostrane izvore sredstava.

Na značaj i tokove finansiranja i kreditiranja deluju brojni faktori, kako u pogledu njihove visine, tako i kompozicije na makro i mikro planu. Da navedeno samo najvažnije:

1. Nivo razvoja privrede i društva,
2. Per capita i raspoloživi ukupan dohodak,
3. Stopa i masa nacionalne štednje,
4. Efikasnost privrede i visina investicija,
5. Visina zaduženosti privrede (interna prema bankama i fiskusu i eksterna -prema svetskom tržištu),
6. Efikasnost bankarskog sistema i razvoj institucija i instrumenata ovog sistema, posebno kreditni sistem,
7. Razvoj i efikasnost finansijskog tržišta, posebno tržišta kapitala (efekata),

8. Stepen otvorenosti nacionalne ekonomije i mogućnosti priliva stvarnog kapitala,
9. Obim dinamike, strakture i stepen samofinansiranja privrede,
10. Stabilnost nacionalne privrede, posebno ekonomska i finansijska stabilnost i dr.

2. FINANSIJSKI TOKOVI I MEHANIZAM FINANSIRANJA I KREDITIRANJA PRIVREDE

Pri istraživanju procesa finansiranja i kreditiranja privrede treba poći od finansijskih tokova, posebno u tržišnoj privredi sa razvijenim finansijskim tržištem. Videli smo da u svakoj privredi postoje određeni sektori između kojih se vrši cirkulacija novca i štednje. Sektori sa viškom štednje u odnosu na investicije (S I) odredenim mehanizmom (direktno ili preko finansijskog tržišta, preko finansijskog posrednika) prenose višak štednje na sektore kod kojih se javlja manjak štednje u odnosu na investicije (I S). Finansijski posrednici na taj način posreduju u prenošenju novca i štednje sa suficitarnih na deficitarne sektore. Pri tome je i monetarni sistem često direktno povezan sa sektorima sa deficitima i finansijskim posrednicima (deficitno finansiranje).

Sektori sa suficitom plasiraju svoje viškove novčanih sredstava preko tržišta novca i tržišta kapitala (finansijsko tržište), pri čemu se kao kupci ovih viškova javljaju subjekti sa deficitom novca ili kapitala. Cirkulacija sredstava se ostvaruje preko tržišta novca i tržišta kapitala, uz posredovanje banaka i berzi i korišćenjem određenih oblika hartija od vrednosti. Banke i berze se javljaju kao posredničke finansijske institucije koje posluju na tržišnim načelima. Centralna banka, s druge strane, na tržištu novca u zavisnosti od stepena svoje monetarne suverenosti regulišu tržište novca, odnosno funkcioniše kao banka banaka.

U svakoj nacionalnoj ekonomiji javljaju se tri oblika finansijskih tokova:

1. Tržišni tokovi, vezani za tržišne finansijske institucije,
2. Fiskalni tokovi, vezani za ukupnu aktivnost države,
3. Regulisani novčani tokovi.

Tržišni tokovi novca i kapitala ostvaraju se na finansijskom tržištu (tržištu novca, tržištu kapitala i na berzama). Odlukama vlasnika novca i kapitala i investitora vrši se tržišna alokacija finansijskih sredstava.

Fiskalni tokovi novca i štednje vezani su za raspodelu i preraspodelu nacionalnog dohotka, odnosno za finansijsku aktivnost države. To se odnosi na sve oblike fiskalnih prihoda (porezi, carine, takse, parafiskaliteti, javni dug, dakle budžetski prihodi u celini), ali i na sve oblike fiskalnih (budžetskih rashoda vezanih

za redovne rashode i poslove države, ali i za rashode vezane za državni ekonomski intervencionizam.

Regulisani finansijski tokovi, rezultat su direktnog uticaja države i njenih organa na području investicija, budžetskih rashoda, emisije novca i kredita, neposrednih intervencija u privredi. Ukoliko su razvijeniji fiskalni i regulisani tokovi novca i štednje, to manji značaj imaju tržišni finansijski tokovi i prelivanja.

U privredama u kojima postoji razvijena privredna i finansijska straktura, visoka štednja, stabilnost, visoka stopa rasta i nacionalnog bogatstva, obično je sektor stanovništva dominantan sektor sa finansijskim viškom (S I), dok su drugi sektori uglavnom deficitarni. Između ovog sektora i drugih sektora, kao i izmedu samih sektora uspostavljaju se stalni tržišni novčani tokovi preko određenih finansijskih instrumenata. I tokovi i instrumenti kojima se provode mogu biti bilateralni i multilateralni, odnosno direktni i indirektni.

Finansijski instrumenti, videli smo, dobijaju sledeći oblik: novac, kredite, devize, zajednička ulaganja, samofinansiranje, javni zajmovi, obveznice, akcije i dr.

Preko korištenja finansijskih instrumenata i tokova privredni sektori i subjekti u okvira sektora ostvaraju kretanje sredstava štednje (akumulacije), a preko toga se ostvaraje mehanizam finansiranja i kreditiranja privrede.

S druge strane samofinansiranje[8] (autofinansiranje) predstavlja finansiranje preduzeća (ili drugog subjekta) sopstvenim sredstvima. Samofinansiranje obično ima prednost nad eksternim finansiranjem. Kao mehanizam finansiranja on je stabilniji, sigumiji i jevtiniji od kredita ili pozajmljenog kapitala, bez obzira na svoje prednosti, imajući u vidu cikluse reprodukcije i formiranje sredstava, očito je da samofinansiranje ne može biti isključivi metod finansiranja, posebno u razvijenom frinansijskom sistemu i finansijskom tržištu. Ovo se posebno odnosi na deficitarne sektore (preduzeća, država, paradržava). Samofinansiranje i podrazumeva formiranje sopstvene akumulacije (sa amortizacijom) i ulaganje ovih sredstava u sopstvene procese investiranja (osnovna i obrtna sredstva).

Nasuprot samofinansiranju, gde nije potrebno neposredno delovanje finansijskog tržišta, upravo finansijsko tržište (tržište finansijskih sredstava) predstavlja mehanizam preko koga se osiguravaju dopunska sredstva (domaća i uvozna) za finansiranje investicije.

Na taj način su se razvila dva mehanizma finansiranja privrede:

1. Mehanizam samofinansiranja,
2. Finansijsko tržište (tržište novca i tržište kapitala).

Postoji, videli smo, fiskalni sistem finansiranja (prilaipljanja i trošenja sredstava), ali on ima druge zakonitosti i vezan je za državnu finansijsku i ekonomsku politiku.

[8] Problem samofinansiranja široko smo razradili u knjizi «Strategije finansiranja ekonomskog rasta», izd. GLAS, Beograd, 1996, str. 580.

3. IZVORI FINANSIRANJA PRIVREDE

Svi izvori finansiranja privrede mogu se grupisati u nekoliko grupa:

1. Sopstvena sredstva,
2. Tuđa (pozajmljena) sredstva,
3. Domaća i inostrana sredstva,
4. Kratkoročna, srednjoročna i dugoročna sredstva,
5. Devizna i sredstva u domaćoj valuti.

U procesu finansiranja i kreditiranja reprodukcije pribavljanja sredstava može se ostvariti na nekoliko načina:

1. Pribavljanje na osnovu ulaganja pri osnivanju preduzeća,
2. Finansijska sredstva koja potiču iz poslovanja preduzeća.

Ova, druga, sredstva potiču iz akumulacije, odnosno dobiti (profita) preduzeća, amortizacije osnovnog kapitala, a zatim sredstva pribavljena na tržištu kapitala emisijom hartija od vrednosti (tržište novca, tržište kapitala i berze) i finansijska sredstva pribavljena putem kreditaog odnosa sa bankama ili drugim subjektima. Postoje i drugi oblici pribavljanja sredstava kao što su: neisplaćene finansijske obaveze drugim partnerima, finansiranje putem lizinga, finansiranje putem faktoringa, franšize i dr.[9]

Danas postoje razvijeni sledeći izvori finansiranja i kreditiranja privrede:

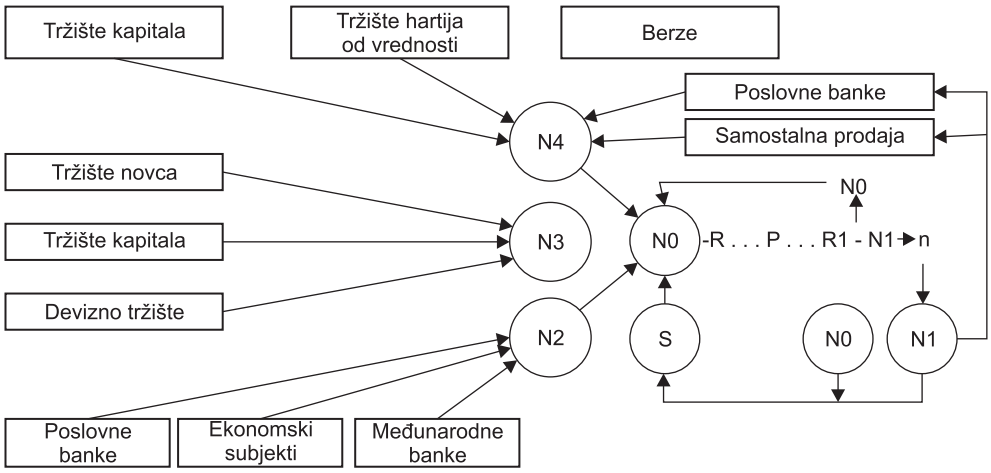
1. Samofinansiranje,
2. Udruživanje sredstava i kapitala,
3. Zajednička ulaganja,
4. Osnivačka ulaganja,
5. Kreditni odnos sa domaćim i stranim partnerima,
6. Direktne inostrane investicije,
7. Finansiranje putem emisije hartija od vrednosti,
8. Specifični oblici finansiranja,
9. Drugi mogući oblici finansiranja i kreditiranja reprodukcije.

Svaki od navedenih oblika izvora finansiranja ima svoje specifičnosti, značaj i ulogu u svakoj nacionalnoj ekonomiji. Ovde ih nećemo posebno izučavati, jer su dovoljno poznati. Najveći deo istraživanja ćemo posvetiti eksternom sistemu pribavljanja sredstava, odnosno mehanizmu finansijskog tržišta.

Sve navedene izvore finansijskih sredstava ekonomski subjekti mogu da osiguraju ili u okviru nacionalne privrede ili na međunarodnom tržištu kapitala, odnosno kod međunarodnih finansijskih institucija.

[9] Šire o navedenim u knjizi: dr T. Jovanovski: Finansijski pazar, Skoplje, 1994, str. 40-43.

IZVORI FINANSIRANJA I KREDITIRANJA
(mikro aspekt)



Povezanost svih oblika tržišta (novčanog kapitala, hartija od vrednosti, berzi, tržišta novca i deviznog tržišta), kao i finansijskih posrednika (banaka i berzi) sa ciklusom reprodukcije preduzeća, jasno se vidi iz prethodne šeme.

Preduzeće u predujmljenom novčanom kapitalu (No) može da ima sledeće oblike novca i kapitala: akumulaciju (S) iz procesa reprodukcije nakon nadoknade utrošenog novčanog kapitala (No), a zatim kapital pribavljen na tržištu novca, tržištu kapitala i deviznom tržištu (N,), tržištu hartija od vrednosti na berzanskom poslovanju - tržištu kapitala (N_4)- Prema tome u procesu reprodukcije predujmljeni novčani kapital se sastoji iz sledećih oblika:

$$N_0 = N_1 + N_2 + N_3 + N$$

Početak, procesa finansiranja i kreditiranja reprodukcije preduzeća polazi od početnog predujmljenog kapitala N_0 koji se sastoji iz sopstvenog kapitala oslobođenog iz prethodnih ciklusa reprodukcije (N_1), novca i kapitala dobijenog preko kredita kod banaka u zemlji i inostranstvu i drugih ekonomskih subjekata i međunarodnih finansijskih institucija (N_2), a zatim dela kapitala osiguranog na delovima finansijskog tržišta (tržišta novca, tržišta kapitala i deviznog tržišta) koji smo označili sa N_3, i, konačno, novca osiguranog preko emisije sopstvenih hartija od vrednosti na tržištu kapitala, tržištu hartija od vrednosti, berzama kod poslovnih banaka (krediti) ili pak direktnom prodajom hartija od vrednosti na finansijskom tržištu (u svoje ime i za svoj račun).

To su sve izvori sredstava na kojima se zasniva finansiranje reprodukcije privrednih subjekata.

4. STRATEŠKE RAZLIKE AKCIONARSKOG I KREDITNOG FINANSIRANJA

Razvoj finansijskog sistema i finansijskog tržišta (tržišta kapitala, berzi) i dominantna orijentacija savremenih privreda na tržišni mehanizam, a u sklopu njega i na finansijsko tržište, očito je, pokazuje odredene specifičnosti i prednosti ovog sistema finansiranja u odnosu na dominantno kreditni oblik finansiranja.

Potrebno je da istaknemo bitne razlike među njima:

Prvo, finansiranje razvoja i investicija preduzeća preko akcionarskog kapitala znači da se kapital osigurava na trajnoj osnovi. Naime, bilo da se radi o osnivačkom akcionarskom kapitalu ili kapitalu koji se javlja kao dodatni kapital (dokapitalizacija) novom emisijom akcija, redovno znači dugoročni i trajni kapital preduzeća. Vlasnici kapitala i upravljači se mogu menjati preko prodaje akcija na tržištu kapitala (berzi), ali kapital ostaje u preduzeću. Izostaje povraćaj kapitala vlasnicima, kao što je to slučaj kod kreditnog odnosa.

Drugo, dividenda se ne mora isplatiti, već kapitalizovati, odnosno na bazi dividende emitovati tzv. dividendne akcije. Kapital preduzeća se povećava. Dividenda se i ne mora ostvariti i isplatiti (varijabilni prinos) dok se kamata na pozajmljeni (obično bankarski kapital mora platiti, bez obzira na oplodnju i efekte pozajmljenog kapitala. Preduzeće koje koristi zajmovni kapital (kredite) mora ih o roku vratiti i platiti dogovorenu kamatu, bez obzira na efekte upotrebe kapitala i ukupan poslovni rezultat preduzeća. U oskudnoj ponudi kapitala često je kamatna stopa iznad profitne stope, što je često slučaj u krizi, ali i u vođenju restriktivne stabilizacione monetarne politike (politika skupog novca ili visoke cene kredita).

Treće, preduzeće koristeći kreditni kapital (banaka, poverilaca) obično "zida brdo dugova", jer svaki kredit traži novi kredit. Kreditna zavisnost se stalno povećava. U slučaju akcionarskog kapitala svako povećanje kapitala znači veću finansijsku snagu preduzeća (korporacije, kompanije) i njegovu samostalnost. Na ovom segmentu kreditirano preduzeće nikada ne može biti konkurentno akcionarskom društvu. Jer, dok plati kamatu, vrati uzeti kredit (često i u vrlo kratkom roku, kraćem od ciklusa reprodukcije i efekata reprodukcije), preduzeće ostaje bez novčanog kapitala i tekućeg novca, čime ulazi u krizu razvoja i krizu likvidnosti, tada mu ostaje samo novi pritisak na kredit bez obzira na uslove kredita. Tada i depoziti preduzeća kod banaka slabe, a time i depozitna snaga i kreditna moć banaka. Banke postaju vrlo osetljive na kolebanje depozita i nevraćanje kredita, što ih često dovodi u zonu nelikvidnosti.

Cetvrto, akcionarski kapital preduzeća je namenski i može se strogo kontrolisati u upotrebi, dok je kredit banaka teško kontrolisati i novac od kredita držati pod kontrolom. Zbog toga kredit često završava preko preduzeća (raspodelom) u sektora stanovništva (lični dohoci i druga primanja), sektora države (porezi i doprinosi plaćeni iz kredita), ali i sivoj ekonomiji na nelegalnom tržištu, odnosno

pretvaranje kreditnog novca u gotov novac u opticaju, a time i u potpuno drugačijoj funkciji od inicijalne.[10]

Peto, akcionarski kapital i drugi oblici hartija od vrednosti daju veću sigurnost i elastičnost izvora sredstava korporacija u odnosu na kreditni oblik.

Sesto, vlasništvo kod kreditnog odnosa ostaje odvojeno od preduzeća. Kredit je redovno u pogledu vlasništva redovno trajno vezan za davaoca kredita. Akcionarski kapital znači trajno vezivanje vlasništva za preduzeće, bez obzira na izmenu vlasnika (držalaca akcija) do čega dolazi njihovom kupovinom ili prodajom na finansijskom tržištu (berzi).

Sedruo, kod davaoca kredita najčešće je osnovni cilj naplata kamate i uredan povraćaj kredita, dok je kod akcionarskog kapitala vlasnik sudbinski vezan za svoj kapital u društvu, za ostvarivanje dividendi, za opšti poslovni uspeh društva, upravljanje društvom, raspodelu rezultata i uvećanje kapitala, uz očuvanje rejtinga i imidža firme.

Stoga, u savremenom menadžmentu firme nije isključivi motiv profit, već je to sve više postala perspektiva i očuvanje firme, povećanje rejtinga i imidža firme, sigurnost i stabilnost poslovanja uz trošenje što povoljnijeg mesta u okraženju (grani kojoj pripada firma).

Osmo, akcionarstvo i akcionarski kapital u finansiranju firme i zahteva i pokazuje najveći interes za menadžment i kadrove, poslovnu politiku, razvoj firme, dok kod kreditnog finansiranja ovi bitni elementi uglavnom izostaju.

Deveto, mada je kamata kao i dividenda deo bruto profita firme, njihov položaj u raspodeli nije identičan. Najčešće se kamata mora isplatiti (na kredite, obveznice i dr.), a zatim dividenda. Isplata kamate znači definitivan odliv dela ostvarene dobiti (profita), dok kod dividende ona postaje deo kapitala vlasnika akcionarskog kapitala (koju može da potroši, ali i da profit). Veza kamate i profita postaje obrnuto proporcionalna, dok je ova veza kod dividende i profita neposredna i proporcionalna. To je izuzetno značajna razlika, odatle potiče i različit interes zajmovnog kapitaliste (bankara) i industrijskog kapitaliste (preduzetnika), zbog čega i nastaje srastanje industrijskog i novčarskog (bankarskog) kapitala u obliku finansijskog kapitala,[11] ali i osnove za narastanje fiktivnog kapitala.

Deseto, akcionarski kapital u procesu finansiranja reprodukcije, posebno kada je u pitanju osnivački (početni) kapital, može biti unesen u preduzeće uz novčani oblik i u realnom obliku (zgrade, oprema, prava), dok je kredit isključivo u novčanom obliku. Iz tog razloga topljenje kapitala u inflaciji različito pogađa akcionarski i kreditni oblik. Novčani kredit se direktno "topi" dok realni oblik akcionarskog kapitala može i da se povećava, dok se novačni deo topi. Time ovaj kapital različito reaguje na inflatorne udare.

---

[10] Ovaj mehanizam je izuzetno razvijen u SR Jugosiaviji u poslednjim godinama, tako da su banke često nelikvidne, dok je učešće gotovog novca u novčanoj masi povećano i do 50% (u razvijenim privredama to se kreće od 9-10%). Kredit se vrlo brzo i do 90% preliva u sektore konačne (fmalne) potrošnje - ličnu i javnu potrošnju.

[11] Odličnu analizu funkcionisanja finansijskog kapitala dao je Rudolf Hilferding u svom delu «Finansijski kapital».

T R E Ć I D E O

TRŽIŠTE NOVCA I CENA NOVCA

GLAVA PRVA

TRŽIŠTE NOVCA I KRATKOROČNIH HARTIJA OD VREDNOSTI

1. PRIMARNO I SEKUNDARNO TRŽIŠTE NOVCA

Tržište novca kao segment finansijskog tržišta predstavlja visoko specijalizovani oblik operacija kupovine i prodaje novca, ostalih likvidnih sredstava i kratkoročnih hartija od vrednosti. Tržište novca u sebi sadrži:

1. Trgovanje novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti,
2. Institucije i organizacije koje osiguravaju kratkoročna sredstva (depozite), odnosno kratkoročne kredite (komercijalne banke, depozitne banke, berze za kratkoročne hartije od vrednosti, eskontne ili diskontne organizacije, akceptno - kreditne institucije i dr.),
3. Instrumenti tržišta novca.

U širem smislu u tržište novca se često uključuje i devizno tržište (kupovina i prodaja deviza i valuta).

Tržište novca kao deo finansijskog tržišta ima značajnu ulogu u vođenju poslovne politike preduzeća, banaka i drugih finansijskih organizacija. Bez tržišta novca centralna banka ne bi mogla da sprovodi monetarno-kreditnu politiku. Tržište novca omogućava uspešno regulisanje odnosa ponude i tražnje novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, održavanje optimalne likvidnosti svih subjekata i banaka, brža cirkulacija finansijskih sredstava, ostvarivanje ciljeva monetarne i devizne politike, uspešno provodenje kreditne politike banaka, funkcionisanje javnog duga i politika kreditiranja države, odvijanje bez teškoća i zastoja društvene reprodukcije (bar što se tiče novca). Tome se može dodati i ostvarivanje optimalne stope privrednog rasta i stabilnosti ponude.

Tržište novca omogućava da ukupan bankarski sistem (centralna banka i poslovne banke) deluju na ponudu i tražnju novca - ukupnu i po sektorima, oblike novca, brzinu plaćanja i dr. Time monetarna politika i centralna banka mogu da

osiguravaju dinamičan i stabilan ekonomski rast, uz zadržavanje stabilnosti novca i likvidnosti privrede. Regulišući ponudu i tražnju novca, kao i cenu novca (kamatu) centralna banka u osnovi reguliše konjunkturu. Tržište novca omogućava bankama da vrše permanentnu transformaciju kratkoročnih novčanih sredstava u investiciona sredstva (dugoročne plasmane), a to znači da se stvara dodajni bankarski kapital (izvan štednje), čime se uspostavlja direktna veza tržišta novca i tržišta kapitala.

Novčano tržište je izloženo velikim oscilacijama. Tako se može javiti: nelikvidnost, restrikcija, kontrakcija, nestabilnost, uznemirenost, napetost, blokade i sl. To su negativne pojave. Suprotno tome postoje i pozitivne pojave, kao: optimalna likvidnost, ekspanzije, stabilnost, elastičnost, smirenost i dr.

Tržište novca direktno utiče na sve finansijske i realne tokove u privredi i bankarskom (finansijskom) sistemu, ali i ovi delovi privrede direktno utiču na razvoj i značaj novčanog tržišta. Tržište novca i mogućnosti njegovog razvoja zavisi od sledećih faktora:

1. Nivo društveno - ekonomskog razvoja,
2. Razvoja finansijskog sistema,
3. Razvoja i "kvaliteta" bankarskog sistema,
4. Tradicije u razvoju i funkcionisanju tržišta novca,
5. Uloge i samostalnosti centralne banke,
6. Razvijenosti institucija i instrumenata tržišta novca,
7. Značaja i uloge kamatne stope,
8. Finansijske i ekonomske otvorenosti nacionalne privrede,
9. Stabilnosti privrede i nacionalne novčane jedinice,
10. Stepena restriktivnosti monetarne politike,
11. Razvoja i vrsta kratkoročnih hartija od vrednosti,
12. Pravne države i poštovanja zakonitosti i dr.

Uz navedene faktore može se dodati i stanje bilansa plaćanja, učešće centralne banke na tržištu novca, stepen zaduženosti nacionalne privrede, uloge i visine kredita banaka i stepen zaduženosti preduzeća prema bankama, stanje depozita kod banaka i dr.

Na tržištu novca se vrše bankarske operacije dnevnim i terminskim novcem. Isto kao operacije se vrše na primarnom i sekundamom tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti.

Na dnevnom i terminskom tržištu novca javljaju se poslovne banke i centralna banka preko svojih dilera. Na ovom tržištu se javljaju dileri koji traže novac i dileri koji u ime banaka nude viškove novca.

Posebnu funkciju na tržištu novca ima centralna banka. Ona određenim instrumentima monetarno - kreditne politike utiče a ponudu i tražnju novca i kratkoročnih hartija od vrednosti, čime direktno utiče na likvidnost bankarskog sistema i privrede u celini. Kupovinom i prodajom obveznica centralne banke vrši se povećanje ili smanjenje mase novca u opticaju upravo preko tržišta novca. Efikasnost delovanja centralne banke na tržištu novca i u monetarnoj hartija od vrednosti,

1. Stepena razvijenosti tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti,
2. Stepena monetarnog suvereniteta centralne banke,
3. Stepena saradnje centralne i poslovnih banaka,
4. Visine zavisnosti poslovnih banaka od sredstava centralne banke.

Kao što smo videli na tržištu novca se trguje dnevnim i terminskim novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti. Kod trgovine hartijama od vrednosti javlja se primarno i sekundarno tržište novca i hartija od vrednosti.

Na primarnom tržištu hartija od vrednosti pored centralne banke i poslovnih banaka učestvuju i druge finansijske organizacije specijalizovane za poslovanje sa hartijama od vrednosti. Na ovom tržištu se vrši prva emisija i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti. Na ovom tržištu se vrši prva emisija i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti. Hartije od vrednosti mogu imati javno - pravni i privatno -pravni karakter. Javno pravni karakter imaju: državne obveznice, blagajnički zapisi centralne banke, obveznice poslovnih banaka i sl. Kupovina i prodaja ovih hartija od vrednosti, videli smo, može se vršiti direktno i indirektno. Kod direktnog metoda uspostavlja se neposredan odnos centralne i poslovnih banaka - kao prodavca i kupaca. Ovaj metod je jeftiniji (bez posrednika), međutim, isključuje celi niz mogućih (potencijalnih) učesnika na tržištu novca i hartija od vrednosti. Kupovina i prodaja kratkoročnih hartija od vrednosti može se vršiti putem aukcija i licitacije. Raspisivanjem prodaje centralna banka dobija ponude od poslovnih banaka i drugih učesnika na tržištu novca - sa visinom i drugim uslovima kupovine. Prednost imaju banke koje ponude najpovoljnije uslove. Obično se kupcima da je potvrda za deponovanje hartija od vrednosti kod centralne banke, dok se hartije od vrednosti nalaze u trezoru centralne banke, na zahtev kupca centralna banka mora mu staviti na raspolaganje kupljene hartije od vrednosti.

Na sekundarnom tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti vrši se dalja kupovina ili prodaja ranije emitovanih hartija od vrednosti. Na sekundamom tržištu može se svaka hartija od vrednosti u svakom trenutku prodati i pre isteka roka dospeća i pretvoriti u gotov novac.

2. NOMINALNA I TRŽIŠNA CENA NOVCA

Ponuda na sekundarnom tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti formira se od strane svih vlasnika ovih efekata koji žele da ostvare određena prava koja proizilaze iz vlasništva nad njima.[12] Tražnju formiraju privredni i finansijski subjekti koji raspolažu dohodnim novčanim sredstvima koja žele angažovati u vidu plasmana novca u kratkoročne hartije od vrednosti. Obično se radi o višoj kamati

[12] Na ponudu i tražnju na tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti deluje veliki broj faktora. Da navedemo samo najvažnije: 1) Povećanje ili smanjenje eskontne stope, odnosono drugih stopa centralne banke, 2) Povećanje ili smanjenje reeskontnog ili relombardnog kredita, 3) Prodaja ili

u odnosu na kamatu koju bi dobili kada bi ova sredstva deponovala (oročila) u bankama uz određenu kamatu.

Cena kratkoročnih hartija od vrednosti na tržištu može imati dva oblika:

1. Nominalna cena ili nominalna vrednost, koja predstavlja iznos upisan na blanketu hartije od vrednosti,
2. Kupoprodajna cena, koja se formira na tržištu.

Nominalna cena je novčani iznos koji vlasnik može da naplati istekom roka dospeća, od subjekta koji je emitovao ovu hartiju od vrednosti. To je hartija od vrednosti (cena) sa kamatnim prinosom.

Kupoprodajna (tržišna) cena se formira na tržištu u zavisnosti od ponude i tražnje, kada se od nominalne cene odbiju troškovi kupoprodaje, odnosno posrednička provizija. Ova cena se često zove i emisioni kurs. Ona se formira na sekundarnom tržištu novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Cena se formira svakog dana na tržištu. Često se naziva i berzanski kurs. Berzanski kurs se formira u zavisnosti od: ponude i tražnje hartija od vrednosti, visine kamatne stope, visine troškova bankarske provizije, visine diskonta od dana kupovine do dana dospeća hartije od vrednosti.

kupovina hartije od vrednosti centralne banke, 4) Povećanje ili sniženje stope obavezne rezerve, 5) Smanjenje kredita centralne banke državi, 6) Primene u platnom bilansu, 7) Devizni priliv ili odliv i promena deviznih rezervi, 8) Visina gotovinskog prometa, 9) Visina budžetskih sredstava, 10) Tezauracija novca, 11) Veća ili manja Stabilnost novca (inflacija), 12) Nova emisija hartija od vrednosti na novčanom tržištu, 13) Psihološki faktori (očekivanja) i dr. Svaki subjekt na tržištu novca mora promptno i vrlo ažurno sagledavati ove oscilacije na tržištu pre sega zbog donošenja optimalnih poslovnih odluka.

GLAVA DRUGA

ORGANIZACIJA I SUBJEKTI TRŽIŠTA NOVCA

U modernim privrednim sistemima pojavljuju se tri osnovna oblika organizacije tržišta novca. To su:

1. Institucionalizovano tržište novca kojeg predstavlja posebna posrednička finansijska institucija koja se pojavljuje pod različitim nazivima ("tržište novca", "berza novca" i sl.)
2. Neinstitucionalizovano tržište novca,
3. Tržište novca koje se pojavljuje kao kombinacija se deluje na cenu upotrebe novca (mešavina) institucionalizovanih (legalnih) i neinstirucionalizovanih (ilegalnih) oblika trgovanja likvidnim novčanim sredstvima.

1. INSTITUCIONALIZOVANO TRŽIŠTE NOVCA

Institucionalizovano tržište novca, kojeg predstavlja neka posrednička i spe-cijalizovana institucija, je centralizovano i legalno tržište na kojem su ponuda i tražnja novca koncentrisane na jednom mesta i u isto vreme. To olakšava i ubrzava proces trgovanja i formiranja kamatne stope kao cene upotrebe tuđeg posuđenog novca. To je glavna prednost institacionalizovanog tržišta novca. To je posrednička institucija koja po nalogu svojih članova (komitenata) izvršava poslove trgovanja novcem kao prometnim i platežnim sredstvom. Ovde postoji visok stepen poverenja između poslovnih partnera, tako da se poslovi zalđučuju i preko telefona i sl. Nedostaci ovog oblika tržista novca su u tome što ono obično ne okuplja sve privredne subjekte koji imaju viškove i manjkove likvidnih sredstava. Na njemu obično ne postoji konkurencija na strani ponude i potražnje, već se formiraju razna stanja nepotpune konkurencije (monopol, duopol, monopson, duopson, itd.).

Učesnici konkurentne tržišne strukture ne mogu pojedinačno delovati na visinu kamatne stope, kao cene upotrebe novca, dok učesnici nekonkurentnih tržišnih stanja mogu svojim odlukama delovati na visinu kamatne stope i na obim trgovine likvidnim sredstvima. Ovaj oblik tržišta novca obično se pojavljuje na početku prelaza pojedinih država i njihovih privrednih sistema na tržišni način

regulacije privrednih aktivnosti, tj. u vremenu kada se instrumenti tržišta novca (obveznice, akcije, blagajnički zapisi itd.) tek formiraju i uvode u finansijsko poslovanje, odnosno finansijsko tržište.

Institacionalizovano novčano tržište kao posebna posrednička finansijska organizacija radi u svoje ime a za račun svojih komitenata sve transakcije na tržištu novca. Ono izvršava naloge svojih komitenata preko dilera koji vrše sve transakcije na ovom tržišta. Prednost ovako organizovanog institacionalizovanog novčanog tržišta je u tome što se omogućava koncentracija ponude i tražnje novčanih sredstava u isto vreme. Na taj način se efikasnije i realnije određuje kamatna stopa na ovom tržišta.

Poslovne banke su osnovni subjekti na ovakvom tržištu novca. One prijavljuju trenutne viškove novca dok druge formiraju tražnju. U zavisnosti od likvidnosti banaka i osnovne orijentacije monetarne politike (restriktivna ili ekspanzivna) na tržištu se nekada javlja manjak ponude u odnosu na tražnju novca, a nekada višak ponude u odnosu na efektivnu tražnju. U zavisnosti od toga formira se i kamatna stopa. Međutim, pošto su oscilacije ponude i tražnje velike i gotovo svakodnevne, to oscilacije kamate ne prate takva kretanja, jer centralna banka se često javlja u ulozi intervarijanta - koja svojom ponudom i tražnjom novca i kratkoročnih hartija od vrednosti popunjava manjak, odnosno odvodi višak ponude novca. Cesto se događa kod nas da veliki deo tražnje novca ostane nezadovoljen.

2. NEINSTITUCIONALIZOVANO TRŽIŠTE NOVCA

Neinstitucionalizovano tržište novca često se naziva slobodno ili otvoreno tržište novca, jer na njemu se pojavljuju i jedan drugog traže, po neformalnim pravilima, svi privredni subjekti koji žele trgovati novčanim likvidnim sredstvima. Na njemu se pojavljuje veći stepen konkurencije koji, obično, smanjuje tržišnu kamatnu stopu, ali se, pri tom, gube pozitivne strane institucionalizovanog tržišta. Na neinstitucionalizovanom tržištu novca pojavljuju se mnogo veće špekulacije i manipulacije sa formiranjem i menjanjem poslovnih očekivanja o kretanju kamatne stope, stope inflacije, deviznog kursa i profitne stope. Neinstitucionalizovano tržište novca i deviza širi se obično u kriznim situacijama i u vremenu privredno - političke nestabilnosti. (U vremenu laize i raspada druge Jugoslavije pojedinci i firme koje su se bavile trgovinom novcem svoju delatnost su često prikazivali ulepšanim terminima i zvučnim nazivom - finansijski inženjering, i sl.).

Monetarne vlasti teško mogu kontrolisati ovo tržište, te ga adruinistrativnim i zakonskim merama ograničavaju ili eliminišu, naročito u pokušajima brzog stabilizovanja privrednih kretanja.

3. MEŠOVITI OBLICI TRŽIŠTA NOVCA

Mešoviti oblik tržišta novca pojavljuje se, od sedamdesetih godina, u mnogim razvijenim zemljama, a u bivšim socijalističkim zemljama mešoviti oblici finansijskih tržišta pojavljuju se od kraja osamdesetih i na početku devedesetih godina.

Institucionalizovano tržište novca je obično tzv. mlado tržište novca koje se pojavljuje u nerazvijenim i nestabilnhn privredama, te u zemljama koje pokušavaju ostvariti prelaz od etatističkog ili samoupravnog ka tržišnom načinu regulisanja privrede. U razvijenim i stabilnim privredama i državama tržište deviza i tržište kapitala su institucionalizovani, a tržište novca nije strogo institucionalizovano i centralizovano.

4. UČESNICI NA TRŽIŠTU NOVCA

Učesnici institucionalizovanog tržišta novca, koji se pojavljuju na strani ponude ili na strani potražnje novca, utvrđuju se zakonima pojedinih zemalja i normativnim aktima posredničke finansijske institucije koje otelovljuje tržište novca.

Institucionalizovano tržište novca je obično "zatvoreno" tržište koje je ograničeno na nekoliko najznačajnijih učesnika čije su prava i obaveze normativno utvrdeni. Glavni učesnici na takvom tržištu novca su:

1. Centralna banka,
2. Poslovne banke kao osnovni učesnici i subjekti trgovine novcem,
3. Specijalizovane posredničke finansijske organizacije koja je ovlaštena za takve poslove.

Broj članova berze novca, njihova prava i obaveze te način trgovanja regulisan je detaljno statutom ili sličnim normativnim aktom. Svi ostali privredni subjekti koji imaju viškove ili manjkove likvidnih novčanih sredstava, a nisu članovi novčane berze, mogu svoje potrebe zadovoljavati preko službenih članova berze i specijalizovanih posrednika koji rade za njihov račun.

1) CENTRALNA (EMISIONA) BANKA NA TRŽIŠTU NOVCA

Svaki od navedenih tipičnih učesnika tržišta novca ima posebnu ulogu i moć kojom raspolaže.

Centralna banka je najvažniji učesnik na tržištu novca. Takav njen položaj na tržištu novca proizilazi iz položaja i zadataka te banke u monetarnom i privrednom sistemu.

Centralna banka u svakoj državi ima funkciju "banke banaka". Ona je autonomna i samostalna u vođenju monetarne politike i regulisanju tržišta novca pomoću instrumenata koji joj stoje na raspolaganju (eskontne stope, stope obaveznih rezervi itd.).

Parametri i "pravila ponašanja" koje formira centralna banua obavezni su za ostale učesnike uoji svoje ponašanje prilagodavaju politici centralne banue. Značajne odluke centralne banke koje se na tržištu novca izražavaju kao uslovi i "okviri" poslovanja, jesu sledeće:

1. Odluke o visini eskontne i diskontne stope čime se deluje na cenu upotrebe novca,
2. Odluke o povećanju ili smanjenju novčanih kontingenata čime se deluje na obim ponude novca,
3. Odluke o povećanju ili smanjenju obaveznih rezervi (koje poslovne banke moraju držati kod centralne banke) čime se deluje na obim potražnje novca,
4. Odluke o kupovini ili prodaji državnih obveznica i blagajničkih zapisa čime se deluje na obim javnog duga i na količinu novca u opticaju.

Sve navedene odluke centralna banka donosi u skladu sa ciljevima ekonomske politike, koristeći pri tome poznate instrumente monetarne i fiskalne politike. Centralna banka je zapravo, glavni regulator i kontrolor zbivanja na tržištu novca. Kretanje ponude i tražnje na berzi novca pokazuje unutrašnje stanje u ekonomiji neke zemlje, a tržište novca se pojavljuje kao institucija preko koje centralna banka ostvaraje osnovne ciljeve monetarne politike.

Promene eskontne ili diskontne stope, promene stope obavezne rezerve, odluke o visini kredita državi (za pokriće budžetskog deficita isl.), promene rediskontnog kontingenta, odluke o veličini i uslovima dobijanja kredita - sve te i slične odluke centralne banke imaju direktan odraz na kretanje ponude i potražnje novca.

2) POSLOVNE BANKE NA TRŽIŠTU NOVCA

Poslovne banke se pojavljuju kao drugi tipični učesnik na tržištu novca. One se mogu pojavljivati kako na strani ponude, tako i nastrani tražnje novca, što zavisi od njihove poslovne situacije, njihovih poslovnih očekivanja i njihove poslovne politike. Jedna poslovna banka, kao učesnik tržišta novca, ulazi u poslovne odnose sa centralnom bankom ili sa drugim poslovnim bankama. Pored toga, poslovna banka može obavljati trgovinu novcem i za privredne subjekte koji nisu članovi

institucionalizovanog tržišta novca. U tom slučaju ona te poslove prikazuje i obavlja kao poslove koje obavlja u svoje ime i za svoj račun, snoseći svu odgovomost i rizik. Za takve usluge banke naplaćuju proviziju. Dok poslovne banke na tržištu novca obavljaju poslove u ime svojih komitenata iz privrede, centralna banka obavlja poslove za državu, odnosno za vladu i njene institucije.

Da bi stekla status učesnika (subjekta) na tržištu novca poslovna banka treba ispuniti određene preduslove koji su formulisani u zakonima, uredbama i normativnim aktima berze novca. Najčešći preduslovi su sledeći:

Mora biti samostalna finansijska institucija osnovana po zakonu o bankama i mora imati svojstvo pravnog lica,

Mora imati svoj žiro račun odnosno konto čije stanje svakog momenta može biti poznato centralnoj banci,

Mora biti u poslovnom odnosu sa centralnom bankom na području izdvajanja i držanja obaveznih rezervi i drugih instrumenata kreditno - monetarne i devizne politike,

Mora imati posebni organizacioni deo, tj. službu koja je u kadrovskom, stračnom i tehničkom smislu osposobljena za obavljanje poslova na tržištu novca.

3) SPECUALIZOVANE FINANSIJSICEINSTITUCIJE NA TRŽIŠTU NOVCA

Specijalizovane i ovlašćene posredničke finansijske organizacije pojavljuju se kao treći tipičan učesnik tržišta novca u raznim zemljama. Na institucionalizovanom tržištu novca ne može učestvovati svaka posrednička finansijska organiza-cija, već samo ona koja je za taj posao dobila odobrenje od nadležne institucije, najčešće od centralne banke koja kontroliše tržište novca. Posredničke organizacije ili pojedini stručnjaci u funkciji posrednika povezuju poslovne banke, s jedne strane, te preduzeća i gradane koji imaju viškove ili manjkove gotovinskih salda, s druge strane.

Razlikujemo dve osnovne grupe posrednika na tržištu novca.

Prvu grapu čine posrednici koji novčane transakcije obavljaju u svoje ime i za svoj račun. Oni imaju i u tu svrhu koriste velika novčana sredstva i vrednosne papire. Tu spadaju diskontne i eskontne finansijske organizacije, razni fondovi i niz drugih posredničkih finansijskih organizacija. Ove organizacije obavljaju trgovinu likvidnim sredstvima, zatim poslove eskontnih i lombardnih kredita i slično. Predstavnici ovih posredničkih organizacija na tržištu novca nazivaju se dealeri (dileri).

Drugu grupu čine posredničke finansijske organizacije koje poslove na tržištu novca obavljaju u tude ime i za tudi račun. Njihov zadatak je da prikupljaju informacije o stanju tržišta novca te da dovode u vezu kupca i prodavca novčanih sredstava i vrednosnih papira. Brokeri obično ne sklapaju ugovore i ne snose odgovornost za neizvršavanje ugovora. Oni samo povezuju kupce i prodavce i za to naplaćuju određenu proviziju od kupca i prodavca.

Posredničke finansijske organizacije koje žele poslovati na organizovanom (službenom) tržištu novca moraju ispuniti sve preduslove koji su utvrđeni zakonom, uredbama centralne banke i statutom berze novca.

Organizacija i upravljanje novčane berze, koja predstavlja organizovano tržište novca, slični su organizaciji i upravljanju koje nalazimo kod ostalih tipova berzi. Pojedine berze u pojedinim državama mogu imati neke posebne osobine koje uglavnom ne narušavaju organizaciono - upravljačku struktura koja se javlja kod svih javnih berzi.

Najviši organ berze novca je skupština članova berze. Ona bira upravni i nadzorni odbor berze. Upravni odbor je najvažnije operativno telo koje rukovodi poslovanjem, propisuje poslovni red, donosi uzanse berzanskog poslovanja, upravlja imovinom, imenuje članove pojedinih odbora, prikuplja i raspoređuje prihode, donosi končane odluke o konotacijama itd.

Nadzomi odbor obično kontroliše zakonitost poslovanja i poštovanje berzanskih pravila i poslovnog morala.

Upravnim odborom rakovodi direktor berze, a stračne službe se brinu o brzom i svakodnevnom obavljanju adruinistrativnih i stračnih poslova.

Prava i dužnosti pojedinih organa berze novca obično se precizno utvrduju statutom ili drugim normativnim aktom koji donosi skupština berze.

GLAVA TREĆA

INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA

1. HARTIJE OD VREDNOSTI NA TRŽIŠTU NOVCA

Na tržištu novca nalaze se hartije od vrednosti emitovane od strane centralne banke ili drugih subjekata koji su dobili saglasnost od nje da mogu biti na tom tržištu predruet kupovine i prodaje. Ona se pri tome često drži stava da li je neka hartija od vrednosti podesna za eskont ili reeskont odnosno operacije na "otvorenom tržištu" ("opet Market Policy").

Na tržištu novca u razvijenim privredama koriste se mnogobrojni instrumenti trgovine novcem i kratkoročnim hartijama od vrednosti. Najznačajniji instrumenti su:

1. Međubankarska kupoprodaja novca,
2. Kratkoročne hartije od vrednosti, gde spadaju:
   a) Državne obveznice (tresory bonds),
   b) Obveznice centralne banke,
   c) Blagajnički zapisi centralne banke,
   d) Državni blagajnički zapisi (tresory bilds),
   e) Komercijalni zapisi,
   f) Bankarska potvrda o depozitu (depozitni certifikat),
   g) Bankarski akcepti,
   h) Komercijalni bonovi.
3. Međubankarska trgovina viškovima obaveznih rezervi.

U zemljama bivšeg socijalističkog sistema, koje ponovo teže obnovi tržišnog sistema i finansijskog tržišta institucionalizovano tržište novca sada se tek formira i postepeno uključuje u finansijski sistem. Istražuju se vrednosni papiri, tržište novca, tržište kapitala i upotreba njihovih instrumenata u novim privrednim uslovima. Ne koriste se svi, već samo neki instrumenti tržišta novca. Tako, na primer, na tržištu novca najčešće se koriste međubankarske kupoprodaje novca

(radi osiguranja likvidnosti banaka) i blagajnički zapisi. Retke su i sporadične upotrebe ostalih instrumenata na tzv. sekundarnom tržištu vrednosnih papira. Ovde opisujemo osobine, sadržaj i funkcije instrumenata tržišta novca koji se koriste u razvijenim privredama a upotrebljavaće se, verajemo, sve više u novoj fazi kapitalskog razvoja na Istoku.[13] Razmatramo, dakle, samo kratkoročne vrednosne papire i druge instrumente pomoću kojih se trguje funkcijom novca kao prometnog i platežnog sredstva. Ostale vrednosne papire (dugoročne državne obveznice, akcije i sl.) pomoću kojih se trguje funkcijom novca kao kapitala (oblika čuvanja imovine) i funkcijom novca kao kapitala, ovde ne razmatramo, jer to spada u problematiku tržišta kapitala.

2. MEĐUBANKARSKA KUPOPRODAJA NOVCA

U poslovnim bankama svakodnevno se pojavljuju viškovi i manjkovi na saldu njihovog dnevnog poslovanja. Svaka od njih nastoji da osigura svoju dnevnu likvidnost i likvidnost u određenom vremenskom terminu. Novac koji se pozajmljuje (na organizovanom ili neorganizovanom tržištu novca) radi osiguranja svakodnevne likvidnosti banaka i drugih finansijskih institucija obično se naziva dnevni novac ili noćni novac, jer se najčešće posuduje preko noći. Novac koji se posuđuje radi osiguranja likvidnosti u određenom vremenskom terminu (od jednog do tri meseca, a najduže do godinu dana) nazivamo terminski novac. S tim u vezi možemo razlikovati poslove, odnosno kupoprodaje dnevnog novca i poslove, odnosno kupoprodaje terminskog novca.

Pod dnevnim žiralnim novcem, koji je predruet trgovanja na tržištu novca, podrazumevamo višak potraživanja, odnosno trenutni višak likvidnih sredstava koje poslovna banka, kao učesnik tržišta novca, ponudi drugim bankama. Takav novac se nudi i traži obično na rok od jednog dana ili na 24 sata od trenutka kada je zajmoprimac dobio traženi novac na svoj račun. Pored toga, dnevni viškovi likvidnih novčanih sredstava posuđuju se i uzimaju i na druge rokove koji obično nisu duži od 30 dana.

Poslovne banke i njihovi predstavnici na organizovanom tržištu novca obično se dobro poznaju. Između banaka, kao poslovnih partnera, često se uspostavlja visok stepen poverenja i viio brzo "prebacivanje" žiralnog novca sa jednog na drugi poslovni (žiro) račun. Informatizacija i kompjuterizacija olakšavaju bankarske poslove i poslove na tržištu novca. Dnevni viškovi žiralnog novca često se nude i pozajmljuju na osnovu telefonskog poziva ovlašćenih predstavnika. Takav način trgovanja novcem, koji se u literaturi naziva telefonski zajam (Call loans,

[13] O vrednosnim papirima i tržištu novca pojavila se, poslednjih godina, zanimljiva i vredna literatura. Vidi: Stignum M.: The Money Market, Third Edition. Dow Jones - Irving. Homewood. Illinois. 1990.; Kidwell D.S. and Peterson R.: Financial Instutions, Markets and Money, I, II, The Druden Press. San Francisco. 1990.

call money), ranije je bio najvažniji instrument na međubankarskom tržištu novca. Da-nas se takav oblik zajma pojavljuje samo između dobrih poslovnih partnera koji imaju visok stepen međusobnog poverenja. Sve više se šire altemativni oblici posuđivanja novca pomoću vrednosnih papira, jer kod njih postoji veća sigumost i stabilna kamata, tj. formalizovana kupoprodaja novca.

Telefonski zajmovi su strogo kratkoročni na 1, 2, 3 dana, a ređe na 7 i duže, a najduže do 30 dana. Takve zajmove, dakle, odobravaju banke jedna drugoj ili banke brokerima i dilerima. Zajmoprimac, po pravilu, mora pristati na klauzulu da zajmodavac može tražiti povrat zajma i pre dogovorenog roka vraćanja. Ovi zajmovi se koriste, u pravilu, za dnevno održavanje likvidnosti i u slučaju značajnijeg odliva depozita. Zajmodavac ove zajmove obično ne može reeskontovati kod centralne banke. Kamatna stopa na ove zajmove obično prelazi kamatnu stopu na blagajničke zapise, što stimuliše banke da daju takve zajmove. One to rade u vremenu političke i ekonomske stabilnosti, dok u vremenu nestabilnosti ni visoke kamate nisu dovoljan stimulans. Ovakvi zajmovi koriste se u stabilnim poslovnim situacijama i za rešavanje sasvim kratkoročne nelikvidnosti od nekoliko dana. U slučaju pojave veće i dugoročne nelikvidnosti ovakvi zajmovi ne rešavaju problem, već se koriste drugi instrumenti tržišta novca.

Kamatna stopa na međubankarske kratkoročne zajmove zavisi od kretanja eskontne stope, od ponude i tražnje novca, ali i od stope inflacije (nestabilnosti privrede).

Terminski novac predstavlja saldo potraživanja na računu banke, tj. višak likvidnih sredstava koje poslovna banka, učesnik tržišta novca, nudi na duži rok, uz određenu kamatnu stopu, na zajam drugim poslovnim bankama. Terminski novac kojim se rešavaju problemi (ne)likvidnosti najčešće se nudi i uzima na rok od jednog do tri meseca, a najduže do godinu dana. Zajmovi na kraći rok daju se uz manju, a zajmovi na duži rok daju se uz veću kamatnu stopu.

3. KRATKOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI

Na institucionalizovanom tržištu novca obično se ne trguje svim oblicima vrednosnih papira već samo onim vrednosnim papirima koje izdaje centralna banka ili koje centralna banka tretira kao vrednosne papire pogodne za trgovinu na tržištu novca, odnosno za ostvarivanje njene politike na zatvorenom ili otvorenom novčanom tržištu. Predruet kupoprodaje, odnosno instrument tržišta novca može postati samo onaj vrednosni papir koji se uvek može rediskontovati kod centralne banke uz određenu diskontnu stopu a da se pri tome ne tereti rediskontni kontingent kojeg je centralna banka odobrila poslovnoj banci koja traži rediskont. U ovom pristupu tržištu novca, menice komercijalnog karaktera koje poslovna banka reeskontuje kod centralne banke na teret svog rediskontnog kontingenta, ne tretiraju

se kao predrueti trgovine na tržištu novca, već se tretiraju kao vrednosni papiri kojim se trguje na kreditnom, odnosno eskontnom tržištu. Ovaj instrument se koristi i kao sredstvo emisije centralne banke poslovnim bankama (reeskont hartija od vrednosti - menica). Kupoprodaja kratkoročnih vrednosnih papira na tržištu novca zbiva se, obično, između:

a) Dve poslovne banke,
b) Jedne poslovne banke i centralne bake,
c) Države i poslovne banke,
d) Države i cenrralne banke.
e) Države i njenih institucija.

S obzirom na subjekt koji ih izdaje (emituje) kratkoročne vrednosne papire možemo podeliti u tri grupe:

1. Državni vrednosni papiri kao što su državne obveznice, državne menice, državni blagajnički zapisi (Treasury bills, bons du tresor, Schatzwechsel);
2. Vrednosni papiri centralne banke, kao što su blagajnički zapisi;
3. Vrednosni papiri privrednih preduzeća, drugih firmi ili privatnih lica koji su akceptirani od strane ovlašćenih finansijskih institucija.

Vrste, oblici, broj i obim kupoprodaje kratkoročnih vrednosnih papira u nekoj privredi zavisi od niza faktora. Ovde se ima u vidu: osobine privrednog sistema, uloga tržišta u regulaciji privrednih procesa, uloga kamatne stope, osobine finansijskog sistema, stabilnost privrede, odnos kamatne i profitne stope, formalnopravni okviri za trgovinu vrednosnim papirima, stanje privrede i stanje poslovnih očekivanja kod raznih privrednih subjekata i slično.

Svaka država koja koristi tržište novca i vrednosne papire obično svojim zakonima određuje subjekte koji mogu izdavati pojedine oblike vrednosnih papira. Jedan vrednosni papir, kao na primer blagajnički zapis, mogu izdavati različiti privredni i politički subjekti (vlada, centralna banka, poslovne banke i sl.).

4. DRŽAVNE OBVEZNICE

Državne obveznice spadaju jedan od osnovnih instrumenata kratkoročnih tržišta hartija od vrednosti. Razvijene privrede uglavnom su suočene sa budžetskim deficitom u visini od 20-30 budžetskih rashoda, odnosno do 10% društvenog proizvoda. Da bi osigurala dovoljna "realna" sredstva na finansijskom tržištu za finansiranje budžetskog deficita, država pristupa emisiji obveznica.

Razlozi za emisiju obveznica su sledeći:

1. Prikupljanje novčanih sredstava za finansiranje budžetskog deficita,

2. Smanjivanje pritiska na primamu emisiju za pokriće budžetskih rashoda (redovnih i vanrednih),
3. Regulisanje (uz pomoć centralne banke) uslova na tržištu hartija od vrednosti,
4. Smanjivanje poreskog pritiska na poreske obveznike.

Državne obveznice emituje državni organ da bi preko njih mobilisao slobodna novčana sredstva svih subjekata koji imaju viškove sredstava i koji su spremni da kupe obveznice. To su uglavnom finansijske organizacije, banke, privredna i neprivredna preduzeća i fizička lica. Kupci se odlučuju za kupovinu državnih obveznica iz dva razloga:

1. Sigumost u plasiranju svojih novčanih sredstava,
2. Profitabilnosti ulaganja (kamata je uglavnom viša u odnosu na bankarsku kamatu na depozite).

Državne obveznice se emituju obično preko Centralne banke. One imaju propisani oblik, način emitovanja, način isplate, kamatu i dr.

Rok je 3, 6, 12 ili 24 meseca. Unapred je utvrđena kamatna stopa. Emisija se vrši putem aukcija ili neposrednom pogodbom. Centralna banka se javlja u ulozi posrednika u novčanim prometu.

Obveznice su tipičan zajmovni vrednosni papir (kada su kratkoročne) ili kreditni vrednosni papiri (kada su dugoročne). One predstavljaju instrument ili oblik kojim izdavalac (emitent) posuđuje novčana sredstva od kupca obveznica. Zbog toga izdavalac obveznica ima obavezu vraćanja posudenog iznosa u roku ili u rokovima koji su navedeni u obveznici, uz plaćanje odgovarajuće kamate.

Obveznicu možemo definisati kao pisanu ispravu kojom se njen izdavalac (emitent) obavezuje da će u određenom roku kupcu obveznice, odnosno osobi naznačenoj u ispravi ili po njenoj naredbi ili donosiocu obveznice, isplatiti određenu svotu novca ili iznos anuitetnog kupona. Na posuđena sredstva emitent plaća kupcu određenu naknadu u obliku kamate.

Obveznice su dakle obligacioni vrednosni papir (jer sadrže novčano potraživanje), a mogu biti po naredbi, na ime ili na donosioca. Prava iz obveznice mogu se preneti indosamentom (ako glase na ime) ili prodajom obveznica (ako glase na donosioca). Legalni vlasnik prodaje ovaj drugi oblik obveznica i trguje s njima na tržištu novca (ako su kratkoročne) odnosno na tržištu kapitala (ako su dugoročne).

Obveznice mogu (u skladu sa zakonskim propisima) izdavati mnogobrojni državno - politički i privredno - pravni subjekti. Sa stanovišta emitenta razlikujemo, dakle, razne vrste obveznica. Za funkcionisanje tržišta novca i tržišnog sistema u celini posebno su važne kratkoročne državne obveznice. Zato ćemo tu vrstu obveznica ovde detaljnije razmotriti.

Državna obveznica je obligacioni vrednosni papir kojim neka vlada (centralna, lokalna i sl.) ili neki njen ovlašćeni organ (ministarstvo finansija) posuđuje (prikuplja) slobodna novčana sredstva od građana, preduzeća i sl. i s njima finansira privremeni budžetski deficit. Vlada se obavezuje da će u određenom roku imaocu obveznice vratiti posuđeni iznos naznačen na obveznici i kamatu po

određenoj ugovorenoj kamatnoj stopi. Vlade se obično brinu o tome da na vreme isplate glavnicu i kamate i da sačuvaju poverenje građana u njihove vrednosne papire. Obveznice mogu izdavati, a često ih i emituju, velike firme koje su vlasništvo države ili pod njenom kontrolom (pošta, železnica, fondovi materijalnih rezervi i slično).

Emisiju i plasman državnih obveznica obavlja, prema odluci države, obično centralna banka, a prodaje ih građanima ili drugim učesnicima tržišta novca. Kao inicijalni izdavalac i dužnik država u tom poslu preuzima obavezu da podruiri sve troškove u emitovanju i prodaji njenih obveznica, a centralna banka se obavezuje da novac, dobijen prodajom obveznica dostavi državi na njen račun. Centralna banka ovde obavlja tehničku i posredničku ulogu izmedu države i ostalih subjekata na tržištu novca.

Državne obveznice su veoma važan instrument finansiranja, pomoću kojeg država ostvaraje dva važna cilja. Prodajom obveznica država prikuplja slobodna novčana sredstva i s njima rešava nesklad u prilivu i odlivu sredstava (deficit) u budžetu. Na taj način smanjuje svoje potrebe i zahteve za kreditima kod centralne banke, čime se otklanja mogućnost deficitarnog finansiranja državnog budžeta i državna "proizvodnja" inflacije.

Za građane i druge kupce državnih obveznica one predstavljaju jedan oblik dosta sigurnog ulaganja trenutnih viškova novca, a za državu obveznice predstavljaju jedan oblik kreditiranja njene aktivnosti ili jedan metod održavanja njene likvidnosti. Obaveza države kao dužnika nestaje kada ona imaocu obveznice isplati glavnicu i kamate na predvideni način - odjednom ili postepeno u odredenim anuitetima.

Državne i ostale obveznice mogu imati klauzule o opozivu, konverziji ili pravu kupovine drugih vrednosnih papira emitenta po fiksnoj ceni. Ako emitent zadržava pravo opoziva obveznice pre roka njenog dospeća za isplatu, tada on može obaviti otkup obveznice u visini neisplaćenog (neamortizovanog) dela glavnice zajedno s kamatama obračunatim od trenutka njihove zadnje isplate pa do trenutka opoziva. U tom slučaju govorimo o obveznicama s opozivom.

Ako obveznice daju pravo vlasniku i/ili emitentu da ih mogu konvertovati u druge vrednosne papire emitenta, tada govorimo o konvertibilnim obveznicama.

Državne i slične obveznice mogu sadržavati pravo vlasnika obveznice da sa njima može kupovati i plaćati druge vrednosne papire emitenta (na primer akcije) ili robe i usluge. U tom slučaju govorimo o obveznicama s pridraženim (ili s proširenim) punomoćima. Ovakve klauzule povećavaju atraktivnost državnih obveznica i želju gradana i drugih privrednih subjekata da kupuju takve, a ne neke druge obveznice.

Premda po obliku obveznice (državne i ostale) jesu različite, sve one sadrže sledeće bitne elemente:

1. Oznaku da je to obveznica,
2. Naziv i sedište izdavača obveznice (emitenta),
3. Broj obveznice, mesto i datum izdavanja,

4. Naziv ili ime i prezime upisnika obveznice ili oznaku da glasi na donosioca,
5. Nominalni iznos novca na koji glasi obveznica,
6. Visinu kamatne, odnosno diskontne, stope,
7. Rok ili rokove dospeća isplate glavnice i kamata,
8. Mesto isplate,
9. Potpis ovlašćene osobe iz državnog ili drugog organa koji izdaje (emituje) obveznicu,
10. Druga prava vlasnika obveznice (kupca).

Ako isplatu obveznice garantuje neka treća institucija tada je i naziv te institucije bitan element obveznice (garancija, aval).

Državna obveznica se obično izdaje s rokom dospeća od 3, 6 ili 12 meseci (ako su kratkoročne) ili na rok od dve i više godina (ako su dugoročne). One se obično izdaju na okrugle iznose sa tekstom koji može da glasi:

"Dana.....država.....plaća za ovu obveznicu vlasniku.....u visini od dinara ..... Plativo kod centralne banke.....Potpis

Emisiju obveznica država obično detaljno priprema, naročito u slučaju raspisivanja javnih zajmova iz kojih se finansiraju veliki i za privredu značajni objekti (putevi, železnice, energetika itd.). Državne obveznice su, dakle, pogodno sredstvo formiranja javnog duga.

Možemo razlikovati nominalnu, emisionu i tržišnu vrednost obveznica. Nominalna vrednost je naznačena na samoj obveznici. Emisiona vrednost je zapravo cena obveznice prilikom njenog izdavanja i prvog plasmana na primamom tržištu vrednosnih papira. Ona može biti (radi stimulacije prodaje) niža od nominalne vrednosti, a retko je viša od nje. Viša je u slučaju da se izdaje uz posebno povoljnu kamatnu stopu ili uz proširena punomoćja i slično.

Tržišna vrednost obveznice se formira pod uticajem ponude i potražnje na otvorenom ili zatvorenom tržištu novca. Ona je najčešće niža od nominalne vrednosti čija se isplata očekuje tek posle roka dospeća.

5. BLAGAJNIČKI ZAPISI

Blagajnički zapisi mogu biti *državni ili centralne banke* Državni blagajnički zapisi su obligacije kojima država ne prihvata rizik. Visoko su likvidne obzirom da se vrlo lako mogu pretvoriti u gotov novac prodajom na tržištu. Pošto imaju dosta male nominale često su vrlo podesni za kupovinu od strane velikog broja vlasnika sitnih ušteda.

Profit kod blagajničkog zapisa se dobija iz razlike u ceni pri momentu emitovanja i vrednosti u vremenu dospeća. Investitor je kupuje po nominalnoj ceni,

a prodaje po uvećanoj za kamatnu stopu o roku dospeća. Formiranje kamatne stope, rok dospeća, diskont i dr. su kao i kod drugih hartija od vrednosti.

Blagajnički zapisi centralne banke. Centralna banka u razvijenim privredama, sa razvijenom finansijskom strukturom, emituje svoje blagajničke zapise. To je jedan od osnovnih instrumenata preko koga centralna banka vrši operacije na otvorenom tržištu". Ovo tržište je integralni deo monetarne politike. Prodajom i kupovinom blagajničkih zapisa centralna banka preko kamatne stope na njih istovremeno reguliše potrebnu količinu novca u privredi. Postoji velika razlika između blagajničkog zapisa centralne banke i zapisa koje emituje država, odnosno poslovne banke. Država često emituje beskamatni državni blagajnički zapis da bi osigurala potrebna sredstva za pokriće budžetskog deficita. 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. Blagajnički zapis poslovnih banaka kupuju samo nefinansijske organizacije i fizička lica. Blagajnički zapis centralne banke ima strogo formalan karakter i izdaje se na rok od 7-90 dana. Ovo je hartija od vrednosti sa malim rizikom (visok stepen sigurnosti kamata je niska).

Blagajnički zapis (Treasory...bills) je tipičan kratkoročni vrednosni papir, koji kupcima odnosno vlasnicima, uz povrat glavnice, osigurava i odredenu kamatu. Izdaju ga obično banke (centralna banka i poslovne banke), a mogu da ga izdaju i državni organi. Blagajničke zapise koje izdaju (emituju i prodaju centralne banke - kupuju poslovne banke, a blagajničke zapise koje izdaju poslovne banke -kupuju svi ostali pravni subjekti osim centralne banke. Centralna banka obično provodi postupak izdavanja blagajničkih zapisa u ime i za račun državnih organa. U tom slučaju oni služe za pokriće budžetskog deficita.

Na tržištu novca i vrednosnih papira najznačajniji su blagajnički zapisi koje izdaje centralna banka. Ona blagajničke zapise koristi kao instrumente emisije i povlačenja određene količine novca u opticaju, te kao način regulisanja ponude, tražnje i cene upotrebe novca. Kada centralna banka emituje i prodaje blagajničke zapise ona time prikuplja slobodna novčana sredstva i smanjuje količinu novca u opticaju. Sa visinom kamatne stope koju odobrava vlasnicima (kupcima) blagajničkih zapisa ona deluje na cenu upotrebe novca na tržištu novca. Kada centralna banka kupuje ili povlači blagajničke zapise ona time povećava novčanu masu, efektivnu tražnju i reguliše likvidnost bankarskog i finansijskog sistema.

Pored kamata koje banke odobravaju kupcima blagajničkih zapisa one ime mogu odobravati (radi stimulacije prodaje) i druge pogodnosti, kao na primer, olakšice pri dobijanju kredita, poreske olakšice, i dr.

Blagajnički zapisi su slični kratkoročnom prikupljanju novčanih sredstava pomoću štednih knjižica koje izdaju na osnovi jedne uplate i to određene svote novca, dok se kod štednih knjižica ne ograničava broj uplata niti se određuje svota novca koju štediša treba uplatiti. Blagajnički zapis se isplaćuje odjednom u vremenu roku dospeća ili ranije uz određeni diskont, dok se na štednoj knjižici može pojaviti mnogo isplata u različitim rokovima po volji vlasnika knjižice. Štedne knjižice mogu imati svi građani, a blagajničkim zapisima trguju obično samo članovi institucionalizovanog tržišta novca.

Bitni elementi blagajničkog zapisa su sledeći:

1. Oznaka da je blagajnički zapis,
2. Naziv i sedište izdavaoca (emitenta) blagajničkog zapisa,
3. Mesto i datum izdavanja,
4. Nominalni iznos i oznaku da glasi na donosioca, na ime i slično,
5. Kamatnu ili diskontu stopu,
6. Datum dospeća isplate glavnice i kamate,
7. Serijski broj,
8. Prava imaoca blagajničkog zapisa,

Faksimil potpisa ovlašćenog lica.

Blagajnički zapisi centralne banke izdaju se najčešće s rokom od 7 do 90 dana, i obično na "okrugle" i visoke iznose. Oni za kupce predstavljaju veoma siguran plasman slobodnih novčanih sredstava, ali u principu po najnižoj kamatnoj stopi.

Tekst blagajničkog zapisa može, na primer, da glasi ovako: "Dana....Centralna banka....platiće donosiocu ovog blagajničkog zapisa dolara....slovima:..... Isplativo u... kod Centralne banke Guverner"

Diskontnu stopu za blagajničke zapise obično određuje Centralna banka u skladu sa njenom politikom skupog ili jevtinog novca ili u skladu sa drugim ciljevima i situacijom na tržištu novca.

Blagajnički zapis koji emituje centralna banka usmeren je samo na poslovne banke preko tržišta novca i kratkoročnih hartija od vrednosti.

Mehanizam regulisanja potrebne količine novca u privredi preko kupovine i prodaje blagajničkih zapisa centralne banke dovoljno je poznat. Zbog toga ovde o tome nećemo šire raspravljati.

Prodaju blagajničkih zapisa centralna banka može organizovati - kako to u novije vreme čini Narodna banka po sistemu aukcija, tj. javnih licitacija (rasprodaja) u kojim blagajničke zapise dobijaju oni kupci (banke, štedionice i drugi učesnici institucionalizovanog tržišta novca) koji ponude najpovoljnije (sa stanovišta centralne banke) uslove kupovine. Aukcija se može stvamo održati u njenim ili u drugim prostorijama, ali se (klasična) aukcija ne mora održati već se može samo "imitirati". U tom slučaju poslovi između centralne banke, kao prodavaoca blagajničkih zapisa, i drugih banaka, odnosno učesnika tržišta novca, kao kupaca, obavljaju uglavnom putem pisma, telefaksa i drugih telekomunikacijskih sredstava. Učesnike tržišta novca centralna banka obaveštava , recimo telefaksom, da objavljuje aukciju blagajničkih zapisa te da će primati ponude za njihovu kupovinu do određenog dana. Ona poziva poslovne banke i druge učesnike tržišta novca da sami slobodno ponude nominalni iznos (visinu), rok dospeća i kamatnu stopu koju nude za blagajnički zapis kojeg žele kupiti. Posle toga centralna banka bira one ponude kupovine blagajničkih zapisa koji su najpovoljniji sa njenog stanovišta.

Blagajnički zapis obično se štampa u formi vrednosnog papira i nakon kupoprodaje predaje se u ruкe kupca da ga on dalje čuva kao potvrdu o dužničko - poverilačkom odnosu i obavljenoj trgovini. Takvi blagajnički zapisi mogu se, prema dogovora kupca i prodavca, čuvati i u trezorima centralne ili neke druge banke.

Zahvaljujući modernoj informatizaciji i kompjuterizaciji poslovanja, blagajnički zapis ne mora se štampati u klasičnoj formi vrednosnog papira i predavati u ruke kuca, već se njegov sadržaj (nominalni iznos, naziv kupca, riaziv emitenta, rok dospeća, kamatna stopa i sl.) može samo evidentirati na računima i u poslovnim knjigama subjekata koji koriste taj instrument. U tom slučaju klasična trgovina blagajničkim zapisima pretvara se u trgovinu simbolima i pravima novčanih potraživanja.

6. KOMERCIJALNI ZAPISI

Komercijalni ili trgovački papiri (zapisi) su tipični vrednosni papiri vrednih preduzeća, kao što su blagajnički zapisi tipični vrednosni papiri bankarskih organizacija. Komercijalne papire izdaju (emituju) poljoprivredna i druga preduzeća radi finansiranja otkupa sezonskih poljoprivrednih i drugih proizvoda, zatim radi finansiranja sezonskih zaliha ili radi finansiranja nove proizvodnje.

Komercijalni papir (zapis) je zajmovni (kreditni) vrednosni papir koji njegovom vlasniku (kupcu) garantuje povrat uloženih sredstava uz određenu kamatu u određenom roku.

Na početku razvoja ovog instrumenta finansijskog tržišta, komercijalni papiri su predstavljali formalizovano obećanje (osiguranje) plaćanja cene preuzete robe. On je govorio o poslovnim odnosima samo dva privredna subjekta - prodavca i kupca. Izdavalac i obećavalac plaćanja bio je kupac robe, a korisnik tog vrednosnog papira bio je prodavalac robe. Posle emitovanja komercijalni papiri su nudeni na impersonalnom otvorenom tržištu novca. U trenutku dospeća većina komercijalnih papira već je bila u posedu banaka koje su do tada dolazile u posed tog papira na isti način na koji su dobijale menice, tj. postupkom eskontovanja.

Ovde možemo napomenuti da poslovne menice nisu predruet operacija na trzištu novca. Njih eskontuju poslovne banke koje ih opet dalje reeskontuju kod centralne banke. One dakle predstavljaju osnovu za eskontni odnosno reeskonti kredit. Zbog toga se tretiraju kao deo kreditnog sistema, a ne kao instrument tržišta novca.[1]

Sa razvojem tržišne privrede i tržišta novca komercijalni papir je promenio svoju formu i proširio svoju ulogu u finansijskom sistemu. Komercijalni papiri nisu više samo dvostrani papiri na kojima stoje imena prodavca i kupca. Oni su postali jednostrani papiri koji ne odgovaraju vrednosti pojedinačne isporuke neke robe u smislu obećanja kupca da će prodavcu u određenom roku platiti cenu preuzete robe.

[1] Vidi: Mrkušić, Žarko: Novčano tržište, "Oeconomica", Beograd, 1973. Str. 41

Izdavaoci komercijalnih papira postali su poljoprivredna i industrijska preduzeća koja na taj način prikupljaju slobodna novčana sredstva i kupcu, odnosno donosiocu tog papira, obećavaju da će isplatiti posuđena novčana sredstva uz određenu kamatu i u određenom roku koji se obično kreće od jednog do šest meseci. Proizvođači roba koji emituju i prodaju komercijalne papire u tom vremenu će prodati svoju robu i naplatiti je od kupca. Iznos kamata koje daju kupcima njihovih komercijalnih papira oni ukalkulišu u cene svojih proizvoda, tako da pravovremeno mogu isplatiti glavnicu i kamatu. Pomoću komercijalnih papira privredna preduzeća prikupljaju slobodna novčana sredstva od građana i drugih privrednih subjekata i na taj način finansiraju svoju ekonomsku aktivnost i održavaju svoju likvidnost. Komercijalni papiri su naročito značajni za preduzeća koja imaju sezonsku proizvodnju i teškoće u održavanju likvidnosti.

Bitni elementi komercijalnog zapisa su sledeći: 1) Oznaka da je to komercijalni zapis, 2) Naziv i sedište izdavaoca komercijalnog zapisa, 3) Novčani iznos na koji glasi prema zahtevu upisnika, odnosno kupca, 4) Rok na koji su sredstva upisana i rok otplate, 5) Visinu kamatne stope, 6) Mesto i datum izdavanja, te serijski i kontrolni broj, 7) Faksimil potpisa ovlašćenih osoba, te 8) Druga prava imaoca komercijalnih papira.

7. BANKARSKA POTVRDA O DEPOZITU (DEPOZITNI CERTIFIKAT)

Bankarska potvrda o depozitu ili depozitni certifikat (Certificate of deposit) je tipičan vrednosni papir koji izdaje (emituje) poslovna banka. To je najmlađi instrument tržišta novca. Prvi put je emitovan od strane američkih poslovnih banaka u 1960. godini. Danas se koristi najviše na tržištu novca u SAD.

Depozitni certifikat je bankarska potvrda u kojoj banka potvrduje da je novčani iznos, označen na certifikata, kod nje deponovan (uložen) na odredeni rok (oročeni depozit na rok od 7 dana, 3, 6, 9 ili 12 meseci), i po određenoj kamatnoj stopi. Ova potvrda obično glasi na ime ili na donosioca. Dobijaju je pravna i fizička lica koja svoja novčana sredstva oročavaju kod poslovne banke i tim oročenim depozitima žele trgovati na tržišta novca. Oročena sredstva kod banke služe dakle kao osnova za izdavanje depozitnog certifikata. Depozitni certifikat glasi na okrugle sume.

Osnovni smisao depozitnog certifikata je u tome da on, kod banke (pravna ili fizička lica) na određeni rok (obično od 7 do 90 dana), omogući, na neki način, mobilizaciju (uz diskont) i upotrebu tih novčanih sredstava pre roka na koji su oročena. Jedan deo štediša koji oročavaju svoja novčana sredstva često puta želi da ih povrati i upotrebi pre roka na koji su oročena. To se postiže pomoću depozitnog certifikata koji se, kao vrednosni papir prodaje, uz odredeni diskont, na sekundarnom

tržišta novca. Vlasnici oročenih depozita dobijaju mogućnost da prodajom certifikata mobiliraju svoja novčana sredstva u svako doba, ne žrtvujući kamata na svoj oročeni depozit. Na taj način smanjuje se potreba građana, odnosno ulagača (depozitara) da povlače svoje depozite nakon isteka roka oročavanja. Zadržavanjem depozita i produžavanjem roka na koji su oročeni banke dobijaju veću mogućnost davanja kredita. Prednosti su, dakle, što omogućava lako prenošenje depozita sa jednog na drugog subjekta, dovoljno visok stepen likvidnosti, ali omogućava da se vrši deponovanje depozita u bankama po višoj kamatnoj stopi, ako postoji ograničavanje kamata na depozite banaka u okvira monetarno - kreditne politike banaka. Banke imaju i izvesne troškove oko izdavanja ovih certifikata.

Depozitni certifikat, kao instrument tržišta novca, pokušava rešiti 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 izmedu depozita - po videnju 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. Depozitni certifikat i mogućnost prodaje tog papira je intermedijarni (srednji) instrument koji vlasniku novca omogućava zaradu u obliku kamate, mogućnost ranijeg povratka sredstava i održavanje visokog stepena likvidnosti. Taj instrument je povoljan i za poslovne (depozitne) banke, jer privlači štednju i povećava kreditnu sposobnost banke.

U odnosu na blagajničke zapise koje izdaje Centralna banka, 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, preko tog instrumenta, delovati na novčano tržiste. Centralna banka ima efikasnije instrumente za regulisanje novčane mase (platoniranje kredita, stopu obaveznih rezervi, eskontnu stopu i slično), ali joj u nekim situacijama i ovaj instrument može biti koristan.

Bitni elementi depozitnog certifikata su sledeći: 1) Oznaka da je depozitni certifikat, 2) Naziv banke koja izdaje ovaj papir, 3) Mesto i datum izdavanja, 4) Nominalni iznos na koji je emitovan, 5) Rok dospeća i kamatnu stopu, 6) Oznaku da glasi na ime ili na donosioca (što olakšava cirkulaciju), 7) Druga prava vlasnika certifikata, 8) Potpis ovlašćenog lica.

8. BANKARSKI AKCEPT

Bankarski akcept (banker's acceptance) je tipičan kratkoročan vrednosni papir komercijalnog tipa koji pod odredenim uslovima, određenim od strane centralne banke, može biti predruet trgovanja na tržištu novca.

Bankarski akcept predstavlja poslovnu menicu na koju je banka stavila svoj akcept, tj. potpis ovlašćenog lica i obećanje da će imaocu poslovne menice isplatiti na njoj naznačenu sumu u roku njenog dospeća. Na taj način poslovna menica dobija karakter vrednosnog papira kojim se može trgovati na tržištu novca. U protivnom, novčano tržište menicu ne prihvata kao svoj instrument. U tom slučaju poslovna menica i dalje služi kao osnova za eskontni kredit kod poslovnih banaka, odnosno kao osnova za reeskontni kredit poslovnih banaka kod centralne banke. Poslovna menica, dakle, pomoću bankarskog akcepta pretvara se u instrument novčanog tržišta.

Bankarski akcept postaje predruet trgovanja i menja vlasnika na tržištu novca sve do roka dospeća kada ga poslednji vlasnik tog papira dostavlja banci (koja ga je akceptirala) radi isplate.

Poslovna banka koja prihvata (akceptira) neku poslovnu menicu tim činom procenjuje da neku poslovnu aktivnost svog komitenta može kreditirati bez angažovanja svoje pasive, odnosno iz drugih izvora novčanih sredstava, najčešće iz sredstava centralne banke. Ova dodatna sredstva banka - akceptant osigurava reeskontom meničnog akcepta kod druge poslovne banke ili kod centralne banke. Reeskont kod centralne banke može se obaviti u okvira reeskontnog kontingenta (kojeg određuje centralna banka) ili izvan njega ukoliko bankarski akcept cirkuliše kao vrednosni papir na tržištu novca.

Kao instrument osiguranja plaćanja i kao predruet trgovine na novčanom tržištu bankarski akcept se koristi u unutrašnjem trgovinskom i spoljnotrgovinskom prometu. Bankarski akcept se obično izdaje s rokom dospeća od 30 do 90 dana, ali taj rok može biti kraći i duži. On kupcu donosi 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 sastoji zapravo iz dva dela: jedan deo predstavlja iznos koji prdavac mora dati kupcu na ime bankarskih troškova koje će on imati kada bude prodavao bankarski akcept, a drugi deo predstavlja čisti diskont.

Kada poslovna banka akceptira menicu i reeskonhije je kod centralne banke, ona tada dobija novčana sredstva u visini diskontovane nominalne vrednosti menice, kojim kreditira svog komitenta do roka dospeća menice. Kada dođe rok dospeća banka otkupljuje bankarski akcept od donosioca i zadužuje račun svog komitenta.

Bankarski akcept koji glasi na ime može se prenositi na druga lica samo indosamentom ili cesijom. Bankarski akcept treba razlikovati od komercijalne neosigurane menice (tj. Od promisori note) koja može glasiti na ime ili na donosioca, a data je u fiksnom iznosu i na fiksan rok od 1 do 12 meseci.

Poslovna menica na koju banka dodaje svoj akcept mora imati sve bitne elemente kao i svaka druga menica. Bitni elementi akceptirane menice, odnosno bankarskog akcepta su sledeći: 1) Oznaka da je menica, 2) Neopoziva naredba da se isplati određena suma novca, 3) Ime osobe ili pravnog subjekta koji treba izvršiti plaćanje, 4) Datam plaćanja, odnosno rok dospeća obaveze plaćanja, 5) Mesto isplate, 6) Ime lica kome ili po čijoj naredbi treba da se izvrši plaćanje, 7) Datum i mesto izdavanja, 8) Potpis izdavaoca, 9) Oznaku akcepta, 10) Naziv akceptanta,

11) Datam i mesto akcepta, 12) Potpis akceptanta, 13) Oznaku i elemente trgovačke transakcije.

Bankarski akcept treba razlikovati od eskontnog kredita. Za razliku od eskontnog kredita u kojem poslovna banka daje svoja sredstva na kredit svom komitenta (trgovcu, proizvođaču i sl.), bankarskim akceptom banka ne daje svom komitenta ništa, nego samo njegov dug pretvara u vlastiti dug (prihvata ga kao svoj dug) koji će isplatiti u roku dospeća menice koju je izdao njen komitent (trgovac, kupac i sl.). Posle toga bankarski akcept kupuje se i prodaje kao vrednosni papir na tržišta novca. Kupac bankarskog akcepta ima obavezu banke da će isplatu izvršiti u predviđenom roku dospeća.

Bankarski akcept postaje predruet trgovanja na novčanom tržištu i menja vlasnika sve do roka dospeća. Imalac bankarskog akcepta u vreme roka dospeća dostavlja taj papir banci koja ga je akceptirala, a ona ga otkupljuje i povlači sa tržišta novca.

9. KOMERCIJALNI ZAPIS

Komercijalni zapis predstavlja kratkoročnu hartiju od vrednosti koja se koristi od strane privrednih subjekata kao sredstvo mobilizacije finansijskih sredstava. Izdavalac zapisa se obavezuje da će isplatiti određenu kamatu istekom roka na koji glasi, ali pri tome ne praža nikakvu garanciju.

Ovaj oblik hartije od vrednosti glasi na donosioca, mada može glasiti i na ime, kada se može prenositi indosamentom. Tok na koji se uobičajeno emituje je mesec do godine dana. Emituju ga velika preduzeća, za koje se pretpostavlja da će uredno isplatiti ovaj zapis istekom roka na koji je emitovan. Komercijalni zapis se često izdaje da bi se osigurala likvidna sredstva izdavaču u uslovima sezonskih oscilacija sredstava i potreba, a često i za finansiranje određenih kratkoročnih potreba. Kupci komercijalnih zapisa su banke, druge finansijske organizacije, fondovi i preduzeća. Da ne bi došlo do zloupotreba često se prethodno traži ispitivanje boniteta i rejtinga firme koja želi da emituje komercijalne zapise.

Na tržištu novca uz hartije od vrednosti javljaju se i drugi instrumenti koji više spadaju u čisto tržište novca (kupovina i prodaja novčanih sredstava). Tu se obično nalaze:

1. Kupovina i prodaja salda dnevnog novca (Call шопеу) poslovnih banaka i terminskog novca (time deposits),
2. Međubankarske prodaje tržišnih viškova,
3. Novi računi kao specijalni računi poslovnih banaka koji osiguravaju kamatu i mogućnost automatskog povlačenja depozita,

4. Svi aranžmani koji označavaju novi oblik utvrdivanja salda na računima komitenata banaka, a predstavljaju instrument za mobilizaciju dopunskih sredstava banaka,
5. Depozitni računi na tržištu novca (Money market deposit accounts) predstavljaju novi instrument mobilisanja novca banaka. To je utvrđivanje normalnih iznosa sredstava koja treba da drži deponent da bi imao pravo na kredit. Prinos je osiguran preko prosečne kamatne stope, dok je depozit osiguran kod osiguravajućeg društva,
6. Mešoviti fondovi na tržištu novca (Money market mutual fund) predstavljaju visokokvalitetne instrumente koje banke koriste za mobilizaciju slobodnih sredstava. Mobilisana sredstva se najčešće koriste za kvalitetne bankarske certifikate - kupovinu hartija od vrednosti kvalitetaih preduzeća i dr. Karakteristika je: visoka likvidnost, sigumost, kamata, stabilnost i sl.

10. MEĐUBANKARSKA TRGOVINA VIŠKOVIMA OBAVEZNIH REZERVI

Obavezne rezerve novčanih sredstava koje poslovne banke moraju držati kod centralne banke predstavljaju jedan instrument monetarne politike kojim centralna banka reguliše proces stvaranja novca (multiplikacija) u bankarskom sistemu, novčanu masu kreditni potencijal poslovnih banaka i agregatnu novčanu tražnju. Suština ovog instrumenta je u tome da svaka poslovna banka mora određeni deo, odnosno odredeni procenat svojih depozita držati kao obaveznu rezervu na poseb-nom računu kod centralne banke.

Maksimalna stopa obaveznih rezervi utvrđuje se zakonom ili odlukama Centralne banke koja obično dobija pravo da menja visinu te stope u zavisnosti od stanja u privredi i ciljeva monetarne politike. Ako u privredi postoje inflacione tendencije Centralna banka povećava stopu obaveznih rezervi i na taj način smanjuje kredite i efektivnu tražnju. U krizno - deflatornoj situaciji centralna banka smanjuje stopu obaveznih rezervi i tako povećava monetarni i kreditni volumen po-slovnih banaka i efektivnu tražnju za robama.

Maksimalna stopa obaveznih rezervije različita u raznim zemljama i situacijama. Obično se kreće na nivou od 20 do 30%. Ona se može odrediti diferencirano, tako da je za depozite po viđenju viša (zbog ograničavanja procesa monetarno - kreditne multiplikacije), a na dugoročne (oročene depozite niža.

Upotreba viškova obaveznih rezervi na tržištu novca zasniva se na spoznaji da neke poslovne banke svakodnevno imaju viškove obaveznih rezervi

kod Centralne banke, dok druge istovremeno imaju manjkove, što zavisi od stanja njihovih depozita po videnju. Banke koje imaju višak obaveznih rezervi mogu taj višak, pomoću tržišta novca, dati na zajam bankama koje imaju manjak. Dovodeći u vezu ta dva subjekta finansijskog sistema radi pozajmljivanja i cirkulacije novčanih rezervi, tržište novca olakšava svakodnevno održavanje likvidnosti poslovnih banaka.

Poslovna banka koja u određenom momentu ima viškove obaveznih rezervi i procenjuje da ih može posuditi na kraći rok uz neku kamatu, izdaje čekove radi isplate tih viškova kod Centralne banke. Ovi čekovi mogu postati predruet trgova-nja na tržištu novca, jer Centralna banka ima obavezu da imaocu čeka isplati na-značeni novčani iznos u određenom roku. Cena ovih čekova formira se pod uticajem ponude i tražnje. Njenu gornju granicu obično predstavlja visina eskontne stope Centralne banke. Svaka poslovna banka može se pojaviti u ulozi zajmodavca, tj. prodavca svakog čeka kada ima viškove obaveznih rezervi, odnosno u ulozi zajmoprimca, tj. kupca čekova, kada ima manjkove u rezervnoj poziciji kod Centralne banke.[2] Ovaj instrument novačnog tržišta koristi se u slučaju kratkoročnih dnevnih i nedeljnih) deficita i suficita u rezervnim pozicijama banaka kod Centralne banke. Ako deficit i suficit pokazuju tendenfeiju dužeg trajanja, tada se koriste altemativni instrumenti tržišta novca, kao što su blagajnički zapisi. U tom slučaju i kamatne stope na te zajmove su veće i više su pod uticajem ponude i tražnje nego pod uticajem eskontne stope.

Tržište viškova obaveznih rezervi je interbankarsko tržište. Brokerske i slične posredničke firme dovode u vezu kupce i prodavce i tako olakšavaju i ubrzavaju proces kupoprodaje vrednosnih papira. Trgovina viškovima obaveznih rezervi razvijena je naročito u SAD gde se ovo tržište naziva “federal funds market”. Naziv nema veze sa federalnim fondovima, već se odnosi na rezervna novčana sredstva poslovnih banaka kod Federalnog rezervnog sistema.

[2] O tržištu viškova obaveznih rezervi i finansijskim institucijama i posrednicima vidi detaljnije u knjigama: Kidwell David and Petterson Richard: Financial Institutions, Markets and Money, I, str. 1-60., Mrkušić Žarko: Novčano tržište, "Oeconomica", Beograd, 1973.

GLAVA ČETVRTA

KAMATA KAO CENA NOVCA

1. CENA NOVCA - KAMATA

Sta je kamata i kamatna stopa? Kakva je priroda kamate i izvor kamate? Kakav je to oblik cene? Kako deluje na novčanom tržištu i tržištu kapitala? Kako deluje u privredi u celini? Sve su to pitanja koja se moraju postaviti kada se želi sagledati priroda, uloga i efekti kamatne stope.

Obično se smatra da je kamata cena pozajmljenog novca. Dakle, vezana je za zajmovni kapital. Ali kamata je "iracionalni oblik cene", jer ona nije jednaka vrednosti (sumi) koja se pozajmljuje, već je samo njen deo (10%, 5% itd.). Kamata je u osnovi cena upotrebe zajmovnog kapitala, jer se uglavnom plaća iz viška vrednosti koje odbacuje pozajmljeni kapital. Ona predstavlja redovno deo bruto profita, zbog čega je redovno manja od njega.

U pogledu prirode ove cene novca - kamate postoje različita shvatanja. Da navedeno samo najvažnija:

Kamata je za "odricanje od likvidnosti". Prema ovoj teoriji vlasnik raspoloživog novca se za određeno vreme odriče od potrošnje ili upotrebe svog raspoloživog novca (dohotka) pozajmljujući ga drugom subjektu na određeno vreme. Time on smanjuje svoje rezerve likvidnosti, a za to vreme na koje je pozajmio kapital (novac) dobija naknadu u obliku kamate. Ako se radi o određenom rizičnom ulaganju onda se na to dodaje i određena stopa premije za rizik.

Drugo shvatanje, objektivno najutemeljenije, je Marksov pristup, koji polazi od stava da je kamata cena zajmovnog kapitala i to njegove *produktivne upotrebe.* Iz stvorenog brato profita odbija se kamata kao cena koja se plaća vlasniku novca zajmovnom kapitalisti (bankara) na pozajmljeni iznos. Dakle, kamata je samo deo brato profita koji odlazi zajmodavcu. Kapitalista preduzetnik (investitor) je proizvodno uposlio pozajmljeni kapital (kredit) i iz ostvarenog profita platio kamatu na zajam (npr. 5%, 10%, 15% godišnje). Time je kamata iracionalna cena novca. U periodu ekonomske krize kada je profitna stopa niska rizik ulaganja velik,

a novčani kapital redak (suzdržavanje banaka od kreditiranja) kamatna stopa naglo raste, što dovodi do toga da se kamatna stopa (pravovremeno) nađe iznad profitne stope. Celio profit odlazi zajmovnom kapitalisti. Ne isplati se pozajmljivati i ulagati kapital - investirati (nizak profit, visok rizik i visoka kamata). U fazi uspona i visoke konjunkture kada su poslovni izgledi dobri, visok profit, klima za ulaganja povoljna, isplati se uzimati kredit i platiti kamatu jer je profitna stopa viša od kamatne stope. U periodu visoke inflacije koja je viša od nominalne kamatae stope, dolazi do prelivanja novčane vrednosti od zajmodavca ka zajmoprimcu (korisniku novca). Inflaciona dobit se preliva industrijskom kapitalisti. No, tada dolazi do velikog topljenja kredita. Poverioci gube, a dužnici dobijaju u tim uslovima.

Kejnzijanska teorija kamatne stope polazi od stava da kamatna stopa treba da bude što niža da bi se podstakle investicione želje i namere preduzetnika. To je poznata "politika jevtinog novca". Kada je "sklonost likvidnosti" (želja za zadržavanjem neutrošenog dohotka i novca) visoka, a time i štednja, a slabe investicije, kamatna stopa se mora oboriti da bi se dao stimulans investicijama, dekuražirala štednja (deflacija). Kamata se stavlja u funkciju odnosa sklonosti štednji, potrošnji i investicijama, u zavisnosti od stanja i kretanja privrede. Niska kamatna stopa je u funkciji antikrizne politike. Kamata, dakle, reguliše "tražnju novca" (posebno tzv. spekulativnu tražnju novca).

Monetaristička teorija kamatne stope polazi od stava da je kamatna stopa samo cena novca, koja se tretira u sklopu drugih cena. To je samo cena jednog od oblika imovine u kojem se može držati kapital (akcije, obveznice, čekovi, fiksni kapital, ljudski kapital, inflaciona stopa). U zavisnosti od njihovog odnosa vlasnik kapitala menja struktura svoje imovine, podešavajući je prema najvećem prinosu koji praža pojedini oblik imovine, ali i prema stepenu likvidnosti tih oblika imovine. Razlikuje se realna i nominalna kamatna stopa. Realna kamata je u stvari nominalna korigovana za indeks cena. Realna kamata određuje odnose na tržištu, dok je nominalna pod direktnom kontrolom monetarne vlasti (centralne banke).

Postoje i druge, manje značajne, teorije kamata. Ovde su navedene osnovne, danas dominantne teorije.

2. FUNKCIJE KAMATE

Koje su osnovne funkcije kamate? Da li se kamata može ukinuti kao nepotrebna, ili čak štetna, u privredi?

Kamata ima brojne funkcije u savremenoj privredi i finansijskom sistemu. Da navedemo samo najznačajnije:

1. Faktor formiranja štednje (regulator odnosa štednje i potrošnje svih sektora u privredi),
2. Faktor racionalne upotrebe sredstava,

3. Faktor uspešnog funkcionisanja finansijskog tržišta,
4. Faktor efikasne alokacije sredstava (stanovništva, javnog sektora, banaka, preduzeća, inostranstva),
5. Faktor monetarno - kreditne regulacije i eftkasne monetarne politike,
6. Faktor za funkcionisanje bankarskog sistema,
7. Faktor formiranja troškova poslovanja i raspodele dohotka,
8. Faktor za međunarodno kretanje kapitala,
9. Faktor zaštite realne vrednosti novca i korišćenje kapitala u uslovima inflacije,
10. Faktor efikasne stabilizacione politike.

Dakle, radi se o brojnim funkcijama kamate u savremenoj privredi.

3. VRSTE KAMATNIH STOPA KAMATNA STOPA NIJE JEDINSTVENA KATEGORIJA.

Postoje različite vrste kamatnih stopa u finansijskom sistemu svake zemlje, posebno u pogledu prirode kamate (aktivna i pasivna kamata), kratkoročne i dugoročne kamatne stope, kamate prema vrstama poslova (različiti krediti poslovnih banaka, krediti centralne banke, međunarodni krediti), realna i nominalna kamatna stopa i dr. Svi oni čine celovit sistem kamatnih stopa. Prema tome vodi se i određena politika kamatne stope - politika jeftinog novca (niske kamatne stope) ili politika skupog novca (visoka kamatna stopa) u zavisnosti od opšteg stanja u privredi i "zdravlja" nacionalne ekonomije.

4. MEHANIZAM KAMATNIH STOPA

1) KAMATNE STOPE CENTRALNE BANKE

Tržište novca, videli smo je mehanizam preko koga se vrši u odnosima između banaka, kao učesnica na tržištu novca, uz uvažavanje trenutne situacije koja vlada na tržištu (odnosi ponude i tražnje novca), ali i između banaka i njihovih komitenata, kao i poslovnih banaka i centralne banke. Kamatna stopa se može

autonomno odrediti i od strane centralne banke, već prema njenoj proceni odnosa na tržištima, ali i vođenju aktuelne monetarne i makroekonomske politike. Stoga se često susreće i ex ante određivanje (limitiranje) kamatnih stopa, bez obzira na stvarne odnose na novčanom tržišta. Kamatna stopa se može i slobodno formirati na tržišta, kao odraz odnosa ponude i tražnje novca. Kada se određuje na osnovu ponude i tražnje na tržišta novca, tada obično prilagođavanje vrši prema:

- eskontnoj i lombardnoj stopi centralne banke,
- diskontnoj stopi centralne banke na hartije od vrednosti tržišta novca,
- neto kamati koja se formira na internacionalnom tržištu novca.[3]

Kamatne stope u transakcijama novcem izmedu poslovnih banaka utvrđuju se "bilateralno u svakoj bankarskoj operaciji na tržišta novca", a najčešće su odraz stvarne tražnje novca. Pri utvrdivanju kamatne stope između banaka obično im kao polazna osnova služi visina eskontne stope centralne banke. To je "stožer" oko koga se formiraju kamatne stope banaka. To je u stvari cena primarnog novca centralne banke, odnosno zvanična cena novca. Centralna banka je potpuno autonomna i samostalna u vođenju politike kamatne stope, što bi trebala biti i kod vođenja ukupne monetarne politike.[4] Moguće je i značajnije odstapanje kamatnih stopa banaka od eskontne stope (uvećane za troškove manipulacije novcem kod banaka), što je upravo slučaj danas.[5]

Drugi "orijentir" u formiranju kamatnih stopa na tržištu novca poslovne banke imaju u visini kamate na lombardne kredite, odnosno diskontne kamate po kojoj centralna banka otkupljuje ranije emitovane kratkoročne hartije od vrednosti na tržišta novca. Posebno je značajna visina pasivne kamate koju banke plaćaju vlasnicima novca (deponentima) na njihov novac, jer, to je cena na koju se mora dodati i kamatna marža iz koje se pokrivaju svi troškovi banaka.

Kamata koja se plaća na depozite ukoliko je niža (jevtiniji depoziti) može banci omogućiti i nižu aktivnu kamata na plasmane. Ako to banka ne želi, tada joj omogućava veliku kamatnu maržu i visok profit (razliku između aktivne i pasivne kamatne stope).

Kamatna stopa je vrlo varijabilna. Kamata na dnevni novac je većeg stepena varijabiliteta u odnosu na kamata na terminski novac.

Banke su spreman "kupujući" dnevni novac na kratak rok (sedam, petnaest dana, mesec dana) da plate i višu kamatu za taj novac od eskontne stope, nego da eskontuju svoj portfelj menica koje dospevaju tek nakon tri meseca. Moguće su oscilacije kamate i u slučajevima kada se najveći broj banaka javlja kao tražilac novca, dok je izostala ponuda, ali i obrnuto. Sve to dovodi do većih oscilacija kamate na kratak rok.

---

[3] Dr Ž. Ristić, op. cit. str. 12.1

[4] Videti šire studiju Centralna banka u novim uslovima tržišne ekonomije. (dir. Projekta dr S. Komazc), izd. IEN Beograd i NBJ, Beograd, 1994.

[5] Kamata na dnevni novac između banaka (krediti) mesečno dostiže i 16-18%, dok je mesečna eskontna stopa 5-6%. Eskontna stopa na godišnjem nivou iznosi između 98% i 109% dok je kamatna stopa na kredite banaka dostigla i 450% (podaci za prvu polovinu 1996. godine). Može li neko preduzeće platiti mesečnu kamatu od 18%, kada je profitna stopa oko nule do 1%. Ako se na takvu kamatu dodaju i nezvanični (skriveni) «dodaci» u obliku obaveznog oročavanja dela kredita, upis akcija od kredita u banci, plaćanje osiguranja, rizika i dr. očito je da je cena kredita znatno viša.

Obzirom na česte nestabilnosti tržišta novca i oscilacije ponude i tražnje na njemu, kao i vrlo velikih razlika u rejtingu banaka, ali dosta slabih i nesolventnih banaka, često se na "čista" kamata na dnevni novac uračunava i riziko premija. Premija rizika stoji u obrnutoj srazmeri sa bonitetom banke. Sto je bolji rejting banke, to je riziko premije niži, i obrnuto. Riziko premija na terminskom tržišta ima iste karakteristike i delovanje kao i na dnevnom tržišta novca.[6]

Eskontna stopa u stvari znači kamatau stopu po kojoj centralna banka odobrava kredite poslovnim bankama, kao osnovni kanal emisije primarnog novca.

Lombardna kamatna stopa predstavlja kamatnu stopu centralne banke po kojoj ona na bazi zaloga hartija od vrednosti daje kredite za likvidnost poslovnim bankama. Ove stope, videli smo, imaju gravitacionu ulogu u formiranju kamatnih stopa u bankarskom sistemu i na tržišta novca.

Postoji i posebna vrsta kamate na hartije od vrednosti koja se u mnogim zemljama naziva *diskontna stopa*. To je kamatna stopa po kojoj se vrši emisija i otkup hartija od vrednosti na tržištu novca od strane centralne banke. Postoji diskontna stopa po kojoj centralna banka prodaje hartije od vrednosti, ali i diskontna stopa po kojoj kupuje hartije od vrednosti na tržištu novca. Ova stopa direktao utiče na formiranje ponude i tražnje na tržišta novca, ali i na formiranje visine i strukture kamatnih stopa na tržišta novca.

Diskontna stopa je različita prema vrsti hartija od vrednosti, roka dospeća, kvaliteta hartija, situacije na tržišta novca i u privredi. Centralna banka stalno prilagođava (koriguje) ove stope na pojedine oblike hartija od vrednosti, a prema njenoj oceni sitaacije na tržišta. Primenu diskontne stope centralna banka vrši autonomno, čak nije obavezna da je objavljuje. Ona dobija javni karakter tek nakon obavljanja transakcija sa kratkoročnim hartijama od vrednosti na tržištu novca.

Kada centralna banka snizi diskontnu stopu to dovodi do smanjenja ukamaćenja finansijskih sredstava uloženih u hartije od vrednosti.

Centralnoj banci stoji na raspolaganju i tzv. rediskontna kamatna stopa. Pod ovom stopom podrazumeva se ona stopa po kojoj centralna banka vrši otkup ranije emitovanih hartija od vrednosti, koje se već nalaze na tržišta novca. Rediskontna stopa je u pravilu viša od diskontne stope, što utiče na visinu rashoda i prihoda banaka, odnosno njihovu profitabilnost, ali i politiku likviditeta (prodaja ili kupovina hartija od vrednosti).

2) ESKONTNA POLITIKA I TRŽIŠTE NOVCA

Eskontna politika se sastoji u podizanju i spuštanju kamatne stope po kojoj centralna banka daje kreditne poslovnim bankama u cilju delovanja na kreditni potencijal banaka, a preko njega na celokupne robno - novčane odnose, zaposlenost i nacionalni dohodak (proizvodnju).

---

[6] Videti šire: Kapital, finansijska snaga i pravci transformacije bankarstva Jugoslavije (studija), dir. Dr S. Komazec, izd. IEN, Beograd, 1965. Videti i dr Ž. Ristić, op. cit. str. 128.

Eskontna stopa je u stvari kamatna stopa po kojoj centralna banka prima u reeskont od poslovnih banaka menice i druge hartije od vrednosti.

Eskontnom politikom centralna banka u stvari određuje cenu kredita koji odobrava poslovnim bankama, bilo preko reeskontnih kredita, bilo drugih oblika kredita. To je "zvanična" cena novca u privredi od koje dalje zavisi kamata po kojoj će poslovne banke odobravati kredite svojim komitentima. Regulisanjem kamatne stope po kojoj centralna banka daje kredite poslovnim bankama i preko toga kamatne stope po kojoj poslovne banke daju kredite komitentima neposredno se deluje na visinu tražnje kredita i novčani opticaj (novčanu masu). "Kada monetarne vlasti steknu uverenje da je visina kredita, koje su banke odobrile, dostiglo nivo koji ugrožava privrednu stabilnost, centralna banka pristupa podizanju svoje kamatne stope - znači ona poskupljuje cenu kredita usled čega nastaje opšte povećanje kamatne stope u privredi, a posledica toga biće da se kredit manje traži, da se već uzeti krediti otkazuju, da se investicioni planovi odlažu i sl.[7]

Promenama u visini eskontne stope centralna banka nastoji delovati na ponudu i tražnju novca i kratkoročnih hartija od vrednosti na novčanom tržištu i uslove koji vladaju na području kamatne politike u celom kreditnom i bankarskom sistemu.

Povećanjem eskontne stope stvaraju se nepovoljniji uslovi za reeskontne kredite centralne banke, čime se deiuje na opštu kamatnu stopu i tražnju kredita banaka kod centralne banke i privrede kod banaka. Povećanje kamatne stope primenjuje se kada se na tržištu oseća veća količina novca i inflacioni poremećaji. Suprotno tome, smanjenje eskontne stope treba da dovede do povećanja novčane tražnje i podizanje privredne aktivnosti kada je njen pad posledica deflacije, odnosno nedostatka novca u privredi.

Eskontna politika uz regulisanje kamatne stope obuhvata i druge uslove po kojima centralna banka odobrava reeskontne kredite poslovnim bankama (uslovi reeskonta, rokovi, hartije od vrednosti koje se uzimaju u reeskont, plafon reeskonta i dr.). To je, dakle, jedno kompleksno područje monetarnog regulisanja koje ulazi i u područje delovanja drugih instrumenata monetarnog regulisanja i ukupne makroekonomske politike.

Ovakva šira uloga eskontne politike zahteva od centralne banke i određenu elastičnost u brzom prilagođavanj'u privrednim kretanjima, u zavisnosti od ciljeva koji se žele postići monetarno - kreditnom politikom.

Diskontna stopa je, videli smo, kamatna stopa po kojoj centralna banka naplaćuje date kredite, uglavnom poslovnim bankama (ali i državi). Diskontna stopa je instrument u rakama centralne banke kojom ona deluje na tražnju primarnog novca, a time i količinu novca u opticaju. Promenama diskontne stope ne samo da se menja cena zvaničnog novca, već se i menjaju monetarni uslovi na finansijskom tržištu. Ona je "barometar" za ocenu stanja konjunkture u privredi - da li se radi o prevelikoj količini novca (uz to da li je novac jevtin) pri čemu prete inflatome tendencije, odnosno preterana konjunktura vezana za ekspanzivnu ili liberalnu

[7] Dr Miloš Vučković: Bankarsto... str.281. Videti šire o navedenom u knjizi i dr Slobodan Komazec: Monetarna i finansijska ekonomija, Split, 1988. i Ž. Ristić - dr S. Komazec: Monetarna i fiskalna strategija, Beograd, 1993.

monetarnu politiku, odnosno da li u privredi vlada deflacija, manjak novca u opticaju "skup novac", a time i recesione tendencije vezane za oštm restriktivnu monetarnu politiku. Povećanje diskontne stope, dovodi do smanjenja kredita poslovnih banaka (manje tražnje i vraćanja već korišćenih kredita) kod centralne banke,[8] a to dovodi do smanjenja likvidnih rezervi banaka, povlačenja kredita iz privrede i smanjenja mase novca u opticaju. Radi se o restriktivnoj monetarnoj politici. Suprotno tome, kada centralna banka oceni da u privredi vlada recesija, nestašica novca (deflacija) i sl. tada snižava diskontnu stopu,[9] čime podstiče poslovne banke da povećaju korišćenje primarnog novca, što dovodi do porasta bankarskih kredita, porasta likvidnih rezervi banaka i multiplikacije kredita i depozita u bankarskom sistemu.

Često se diskontna stopa centralne banke menja kao posedica prilagođavanja ove stope već nastalim promenama kamatnih stopa u bankarskom sistemu (porast ili snižavanje). Zaostajanje u procesu prilagodavanja diskontne stope dovodilo bi do toga je primami novac veoma jevtin (kada diskontna stopa zaostaje iza porasta ostalih kamata) ili je ovaj novac preskup (kada diskontna stopa sporije pada od pada kamata u bankarskom sistemu).

U situaciji kada su poslovne banke izložene iscrpljivanju svojih likvidnih rezervi, kada su prenapregle kreditne plasmane, ali i kada im depozitna baza slabi, naplativost kredita je niska (kod nas U poslednjim godinama do 37%), tada je zavisnost banaka od kredita centralne banke izuzetno visoka. Kreditna aktivnost banaka i politika održavala potrebe likvidnosti direktno zavise od novca centralne banke. Tada je osetljivost banaka na promene diskontne stope mala, jer banke prihvataju gotovo svaku promenu kamate samo da dođu do potrebnih sredstava centralne banke. Centralna banka tada koristi i druge instrumente monetarne regulacije, čime nastoji održati pod kontrolom kreditno i novčano tržište, a indirektno i tržište kapitala.

Centralna banka često nije spremna da bankama nadoknadi manjak likvidnih sredstava i ne daje novu kreditnu podršku, zbog čega se poslovne banke moraju orijentisati na tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti. Manipulisanje eskontnom stopom kod nas je dosta retko, a promene izrazito male da bi ona mogla predstavljati značajniji instrument monetarno - kreditnog regulisanja.

Efikasnost eskontne politike određene centralne banke zavisna je od stepena razvoja bankarskog sistema i povezanosti centralne banke s ostalim bankama, odnosno od intenziteta kreditnih odnosa centralne banke s ostalim bankama, odnosno od intenziteta kreditnih odnosa centralne banke i poslovnih banaka, zavisnosti privrede od kredita, zavisnosti kredita banaka od sredstava centralne banke. Pored toga, efikasnost eskontne politike tesno je povezana i sa delovanjem, obimom i niše da bi se "saldirao" finansijski manjak sektora privrede[10] i osigurale investicije u ovom sektoru koji je redovno deficitaran (I > S).

---

[8] Pod uslovom da su banke osetljive na porast ili snižavanje diskontne stope. U našoj privredi ta je osetljivost mala i na veće promene ove stope.

[9] Sa drugim stimulativnim merama monetarne politike.

[10] Od delovanja privrednog mehanizma kod nas nije ostalo gotovo ništa, kako od klasične teorije kamatne stope, tako i od Keynesovih stavova niske kamatne stope, odnosno jeftinog novca u uslovima depresivnog stanja privrede. Naši privredni subjekti pokazuju izvanredno veliku neelastičnost u ponašanju na promene kamatne stope u fazi depresije, kao i prosperiteta. Politika niske kamatne stope vodi se na taj način što je kamata depresirana i redovno negativna.

Po logici takva funkcionisanja intermedijalnih institucija (banaka) i koncentracije akumulacije u njima, one se i dalje javljaju kao sve dominantniji faktor na tom području. Banke kao finansijske institucije postaju glavni nosioci ponude novca i štednje.

Realizovana tražnja finansijskih sredstava zapravo je determinisana strukturom ponude finansijskih sredstava preko banaka. Dakle, koliko su banke sposobne i spremne da zadovolje ovu tražnju privrednog sektora (često i države).

Znatne teškoće javljaju se "pri utvrdivanju stvame tražnje finansijskih sredstava".[11] Pod pretpostavkom da se tražnja i ponuda podudaraju (T = P), dakle pod pretpostavkom dinamične ravnoteže ponude i tražnje finansijskih sredstava, teškoće se uklapaju, ili gotovo svode na minimum. One, međutim, iskrsavaju čim odstupa tražnja od ponude, naime povećavaju se sa stepenom te divergencije (što je redovno slučaj u razvoju privrede).

Ako je tražnja veća od ponude (T > P), globalno i u različitim sektorima, vrlo je teško utvrditi stvarnu visinu potencijalne tražnje. Stvarna tražnja se obično identifikuje s realizovanom (izmirenom) tražnjom, a ona "je jednaka iznosu pozajmljenih sredstava", ili još tačnije: njen limit čini marginalni globalna i strukturna ponuda finansijskih sredstava. Upravo je takva situacija u razvoju naše privrede.

Šta je cena u tim odnosima ponude i tražnje novčanih sredstava? Kažemo i kreditnih, jer šta je to što je karakteristično za naše uobičajeno bilateralne odnose na finansijskom tržištu, ako ne ona cena koja se plaća za "odricanje sadašnje potrošnje i upotrebne vrednosti dohotka, koja treba da predstavlja barem toliko oplođivanje uloženog novca - kolika je sama kamatna stopa.[12] Tražilac finansijskih sredstava spreman je da plati kamatnu stopu najmanje toliku kolika je marginalna produktivnost uloženih sredstava,[13] a često i iznad toga, da bi se:

a) Održao kontinuitet reprodukcije,
b) Osigurala likvidnost u plaćanjima,
c) Započela određena investicija,
d) Pokrile neadekvatne zalihe,
e) Povećao obim proizvodnje u realizacije i sl.

U svim navedenim slučajevima kamatna stopa prestaje da postoji kao regulator tražnje finansijskih sredstava. U takvim slučajevima moguće je da kamatna stopa bude i iznad dohodovne stope tražioca kredita, odnosno odgovarajuće grane. To se upravo javlja i na strani tražnje ("vremenska prednost sadašnje potrošnje nad

[11] Stvarna tražnja jednaka jeiznosu pozajmljenih sredstava, odnosno realizovanoj tražnji - konstatuje i B. Mijović, naravno u sasvim hipotetičnoj pretpostavci da je ponuda sredstava veća od tražnje. Videte dr D. Dimitrijević, cit. rad, str. 30.

[12] Dr S. Komazec, op. cit., str. 252 - 390.

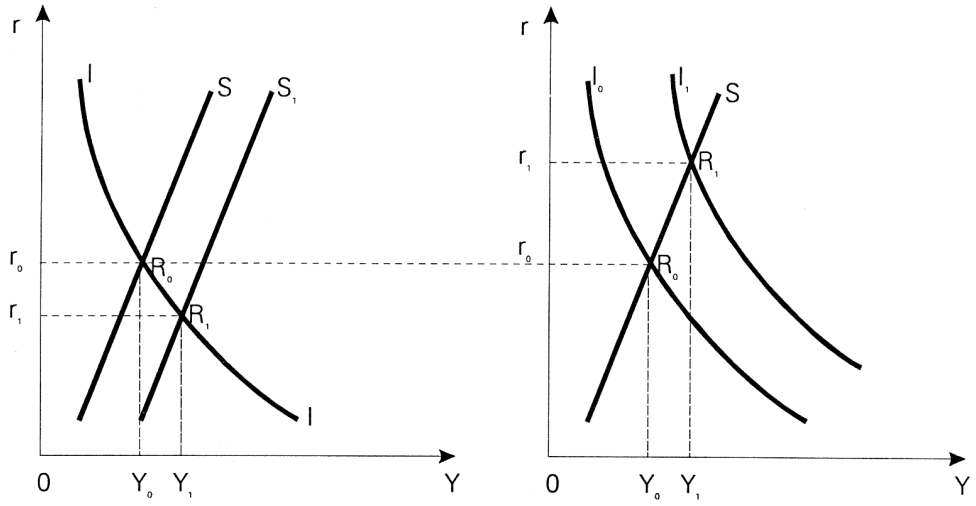
[13] Priroda i delovanje kamatne stope u našem privrednom sistemu šire je obrađeno u narednim delovima (Društveni kapital i kamata). Teorijske kontroverze o kamate u našem privrednom sistemu šire su date u sledećim radovima kod nas: Kamata u našem privrednom sistemu, Udruženje banaka Jugoslavije, Beograd, 1969.; dr S. Komazec: Novac, kredit i kamata u samoupravnom socijalizmu, NIP Štampa, Šibenik, 1975; dr R. Savković: Teorijske kontroverze i kamata u samoupravnom socijalizmu, Finansije, br. 11-12, 1976; E. Kardelj: Samoupravljanje i društvena svojina, BIGZ, Beograd, 1973; A. Vahčić: Normalna cena upotrebe sredstava u SFRJ, Ekonomska analiza, Beograd, br. 3-4, 1975, dr I. Lavrač: Cena upotrebne vrednosti kapitala u socijalističkoj privredi, Ekonomska misao, br. 3, 1969.

budućom").[14] U ponašanju tražnje finansijskih sredstava marginalna produktivnost samih investicija trebala bi da kamatnu stopu čini graničnom veličinom.

Dosadašnja iskustva poslovnih banaka ukazuju na činjenicu da se kod nas ne postavlja problem plasmana akumulisanih sredstava u bankarskom mehanizmu -problem se javlja na strani formiranja sredstava. Kvantitet tražnje je u tom slučaju jednak veličini zadovoljene tražnje preko bankarskih kredita.

Odnosi u ponašanju ponude i tražnje (akumulacije i investicija) mogu se teoretski prikazati na sledeći način, uz ukomponovanje i cene novca i akumulacije (kamate).

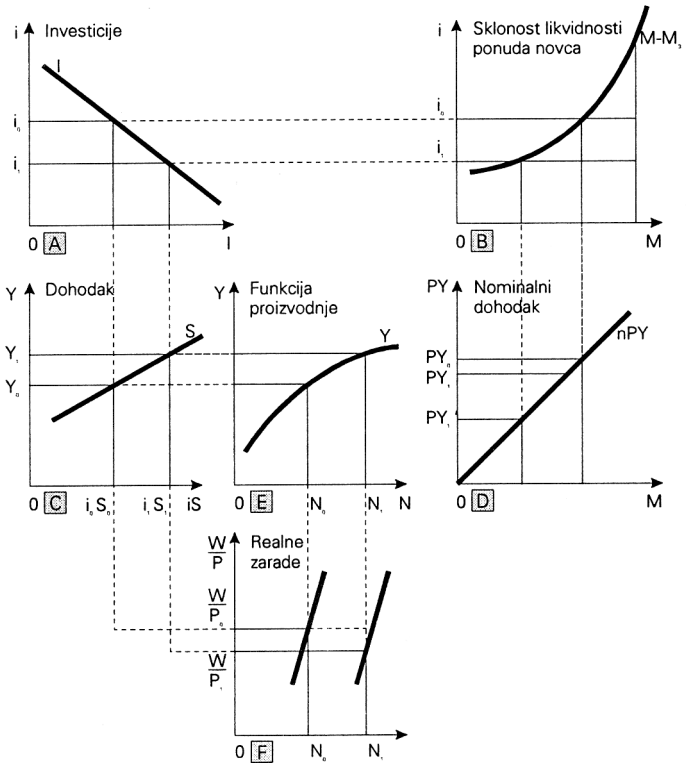
INVESTICIJE, ŠTEDNJA I KAMATA



U datu krivu tražnje investicija (I), i povećanu ponudu sredstava (S – S1), trebalo bi da dođe do novog uravnoteženja u tački R_1 do nove niže cene r1 umesto ranijih R i ro, što je delom posledica porasta nacionalnog dohotka s O Y_0 na OY_1. S druge strane, u slučaju povećanja investicija s I na I_1, uz datu ponudu S, trebalo bi da dođe do porasta kamatne stope sa ro na r_1 što je istovremeno praćeno i porastom nacionalnog dohotka sa OY_0 na OY_1. Dakle, ukoliko tražnja raste, pored date (ograničene) ponude sredstava za investicije, normalno je da cena sredstava raste. Istina, ponuda raste, ali nedovoljno, i uz datu (rigidnu) kamatu, dovodi do naglog porasta tražnje, izuzetno potencirane takve da redovno prelazi ponudu sredstava za investicije. Ponuda sredstava je u takvim odnosima dekuražirana.

[14] U ovom slučaju često isticana formula W=Y/k, koja znači da je sadašnja vrednost imovine (W) jednaka dohotku od imovine (Y), podeljena sa kamatnom stopom (k'), ima i dalje osnovnu teo-rijsku vrednost. Taj odnos posebno dolazi do izražaja u prvredi u kojoj je stopa inflacije znatno viša od kamatne stope (negativna realna kamata).

INVESTICIONA TRAŽNJA, PONUDA NOVCA, DOHODAK I AKUMULACIJA



Pri niskoj, ili čak negativnoj kamatnoj stopi (i_0i_1) u grafu A, te istovremeno povećanoj ponudi novca M - Ms u grafu B, formira se znatno manja masa akumulacije (štednje) iz povećanog dohotka Y_0Y_1. Međutim, porast štednje manji je i od promenjenog položaja krive $I_0S_0 – I_1Si_1$ što za sobom povlači stvaranje dodatne mase novca N_0N_1 koji prati promene krive IS. Porast sklonosti likvidnosti i ponude novca (graf B i E) dovode do toga da je porast realnog dohotka manji od porasta dodatne ponude novca, ali je, suprotno tome, porast nominalnog dohotka (graf D) gotovo srazmeran promenama količine novododatog novca. Pod pretpostavkom da i realne zarade padaju ($WP_0 – WP_1$) srazmerno porastu cena i količine novca, to se, vidimo, vrlo slabo reflektuje, kako na rast dohotka, tako i na akumulaciju (štednju).

U navedenim odnosima kriju se i odgovori na brojne rigidnosti u ponašanju u međuzavisnosti čitavog niza makroagregata jugoslovenske privrede. Mada su u ovom slučaju ti odnosi dati na jednom apstraktnom nivou, i više kao opšta tendencija, oni ipak ukazuju na potrebu njihovog dubljeg istraživanja, posebno zbog vođenja efikasnije razvojne i stabilizacione politike, ali i biranja koncepta i strategije finansiranja ekonomskog razvoja u određenoj fazi u kojoj se privreda nalazi (recesija, visoka inflacija, nezaposlenost, visoka potrošnja i investicije, visoka uvozna zavisnost i dr.).

Masa štednje, formirana pri niskoj kamatnoj stopi (pored kamate postoje i drugi motivi štednje, toliko značajniji i brojniji - koliko je kamatna stopa niža) te istovremeno visoka investiciona tražnja, redovno dovodi do stalnog širenja gepa između njih. Jer, nosioci ponude neutrošenog dohotka i ranije bi formiranu štednju trošili, a to bi, uz istovremeno povećane potrebe za većom realnom potrošnjom iz datog dohotka, vodilo dezakumulaciji ranije formiranih delova štednje. Stalno prisutni raskorak i sve veće zaostajanje stvarne akumulacije iz dohotka u odnosu na investicionu tražnju stvara neravnotežu na finansijskom tržištu, koja se zatim proširaje i na ostala parcijalna tržišta - dovodeći do pojave i širenja opšte neravnoteže i nestabilnosti privrede.[15]

Kamatu je moguće posmatrati (u užem kontekstu teorijske analize) u funkcionalnoj vezi s ponašanjem troškova privrede, kao cenu novčanih sredstava, odnosno kao izvestan oblik granične stope racionalne upotrebe sredstava (mada se ovaj aspekt kamate često tretira kao "cena upotrebe sredstava", što je znatno uže, on konačno, dovoljno održava taj osnovni društveni odnos, odnosno društva prema upotrebi društvenih sredstava).

Tretiranje kamate (posebno kamate na bankarski kredit) kao troška poslovanja privrede u praktičnoj ekonomskoj politici, pod stalnim pritiskom privrede, motivisano težnjom za "rasterećenjem privrede" od brojnih zahvata, dobilo je do sada neodgovarajuće mesto i tretman. Istovremeno se javlja i težnja da se njena uloga i dalje suzi i devalvira. Ovakva tendencija je prisutna već više godina, bez obzira na veće ili manje delovanje i prisustvo inflacionih poremećaja u privredi (uz trend ubrzanja inflacije) bez obzira na činjenicu što je već davno prevladano shvatanje da kamata nije "cena za odricanje likvidnosti", da to nije čista "cena novca" i dr. S druge strane, pod delovanjem praktične ekonomske i razvojne politike, i neadekvatnog teorijskog izučavanja kamate, funkcija kamatne stope na finansijskom tržištu postepeno se, zapravo do kraja, potpuno deformisala. Ovo je posledica narastanja sve većeg raskoraka tražnje finansijskih sredstava, koja sve više bujaju, i marginalnog dela ponude sredstava, koja pokrivaju samo manje iznose formiranja tražnje.

Kamata kao specifičan oblik cene sredstava nije mogla postati rezultat takvih odnosa na finansijskom tržištu, ali ni instrument koji je mogao uravnotežavati te odnose ponude i tražnje, odnosno omogućavati lakše uspostavljanje ravnoteže na robnim i finansijskim tržištima. To je, nesporna, već davno konstatovana činjenica.

Uspostavljanje ravnoteže štednje i investicija ex ante, kod gotovo neograničene tražnje sredstava, formirane u zoni negativnih realnih stopa, sigurno je pitanje vezano ne samo za stabilnost privrede već i koncepta razvoja, raspolaganja akumulacijom i stepena samofinansiranja privrede. Otklanjanje negativne realne kamatne stope, i njeno odvođenje u sferu realnih kamatnih stopa,[16] sigurno bi dovodilo do racionalnijeg korišćenja društvenih sredstava, kao i postepeno sužavanje jaza

---

[15] Ovaj problem smo šire razradili u knjizi «Strategija finansiranja ekonomskog rasta», izd. ABC «Glas», Beograd, 1996., str. 8-849.

[16] Ovo se može postići snižavanjem stope inflacije ispod (inače vrlo niske kamate), te postizanje gotovo stabilne privrede, ili pak povećanjem kamate iznad stope inflacije (što je teško očekivati u situaciji kada u privredi vladaju uslovi hiperfinansije, s godišnjim rastom cena od preko 40-60%).

između željene štednje i nameravanih investicija. Takve odnose kamate, investicija, štednje i dohotka možemo prikazati na grafički način:

U slučaju smanjenja ponude kreditnog kapitala ili uopšte ponude kapitala na finansijskom tržištu), što može da bude posledica restriktivno orijentisanog kompleksa monetarne politike, povećanje kamatne stope, koja bi to trebalo da prati (io i1), odvešće do smanjenja investicione tražnje sa $\Delta I / \Delta Y_0$ na $\Delta I / \Delta_1$, odnosno *povećanja sklonosti štednji,* te prelazak u područje uravnoteženijih odnosa I i S, tj. prelazak iz sfere viška investicija u odnosu na formiranu štednju u sfera njihovog izjednačavanja, odnosno viška štednje. Porast štednje i ponude kapitala po znatno višoj kamatnoj stopi (ceni kapitala koja predstavlja i *minimalnu stopu rentabilnosti* upotrebe društvenih sredstava) dovodi i do pomeranja krive štednje sa S na S**1** te formiranje novog odnosa *neto investicija i realnog dohotka.* Pomeranje krive realnih investicija sa I_0 na I**1** može biti praćeno i određenim snižavanjem dohotka, mada do toga ne mora da dođe zbog porasta "prava društvene efikasnosti" investicija i *obaranja marginalnog kapitalnog koeficijenta.*

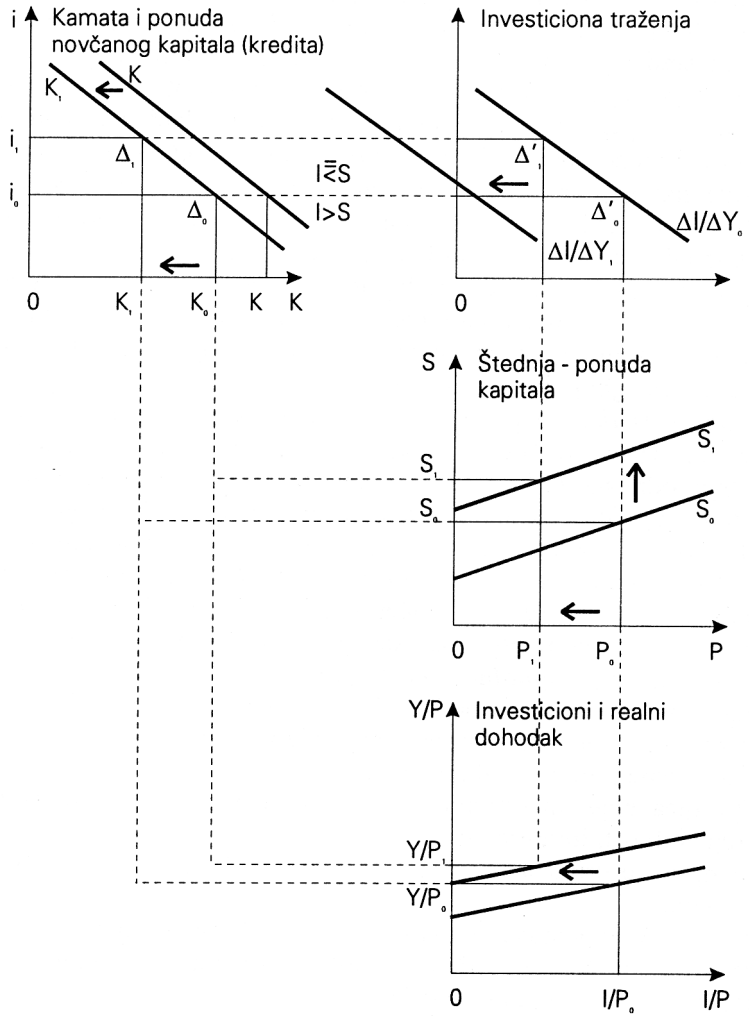
Sintetički prikazano, takva politika kamatne stope dovela bi do nekoliko istovremenih efekata na sledećim segmentima privrednog sistema:

a) Stimulisanje štednje ili akumulacije;
b) Ograničavanje investicija, uz istovremeni porast minimalnog praga društvene rentabilnosti investicija;
c) Smanjivanje pritiska na cene i relativno snižavanje cena u procesu ekonomskog razvoja;
d) Porast rizika u poslovanju i porast efikasnosti investicija;
e) Smirivanje tražnje investicija i pritisak na bankarski kredit kao isključivi izvor dopunskog finansiranja investicija;
f) Veći interes za formiranje vlastite akumulacije i samofinansiranja investicija u privredi.

Uspostavljanje funkcionalne povezanosti investicija, realne kamate, opticaja novca, funkcije štednje, funkcije proizvodnje, realnih primanja i cena znatno jasnije se može uočiti preko grafičkog prikaza, naročito delovanje autonomnih investicija na osnovne makroekonomske agregate negativne kamatne stope.

U zoni negativne kamate (ispod ravnotežne i_0) investicije naglo rastu (I_0I,), što dovodi do porasta novca u opticaju, snižavanja funkcije štednje (S), odnosno indirektno, do blažeg nagiba funkcije proizvodnje (Y). Porast novčanog opticaja, koji se zatim pretvara u autonoman tok, ne dovodi do rasta proizvodnje, već se uglavnom iscrpljuje u odgovarajućem (čak i većem) porastu cena. To je tipičan slučaj niske kamatne stope, visokih investicija i svesne redukcije ličnih primanja, da bi se time kompenzovala nedovoljna akumulacija privrednog sektora (posebno kompresijom dohodaka zaposlenih). To se odvija paralelno sa sve nižim dohodovnim efektima investicija, s obzirom na to da ne postoji društveno određena marginalna stopa efikasnosti upotrebe društvenih sredstava.

REALNA KAMATA, ŠTEDNJA, INVESTICIJE I DOHODAK



Prelaskom na novi privredni sistem, u kojem jača uloga tržišta i ekonomski mehanizam u funkcionisanju privrednog sistema, istovremeno raste i interes za kamatni mehanizam u celini. Menja se u potpunosti i stav prema troškovima i mogućnostima regulativnog delovanja kamate na sredstva i kredite u privredi i bankarskom sistemu. Istina, najveći deo rasprava i istraživanja je usmeren na pitanje koliko kamata opterećuje privredu i koliko je to kanal slabljenja akumulativne i reproduktivne sposobnosti privrede. Troškovni, a ne stvarni reproduktivni pristup kamatnom sistemu, je u prvoj fazi dominantan, što je samo odraz činjenice da je povećana osetljivost privrede na držanje nezaposlenog novca i korišćenje bankarskih kredita.

Istina, dugo je bio zadržan čisto kvantitativni pristup ovom problemu, pre svega kroz analizu sfere raspodele, a manje, ili nikako, kroz sferu osiguranja faktora

reprodukcije (N - R) i cene tih faktora, zatim kroz efikasnost upotrebe tih faktora u procesu stvaranja viška proizvoda i tek potom njegove raspodele. Interes se u potpunosti preneo na finalnu sferu - raspodelu i analizu koji nosioci privredne i društvene aktivnosti, više ili manje, participiraju u ostvarenom dohotku i višku rada. Već tada je postojala realna osnova da se napravi "generalni zaokret" kod kamatne stope i uloge kamata u privrednom sistemu, u smislu produktivističkog pristupa - kao faktom proizvodnje i cene jednog od osnovnih, ali retkih, faktora proizvodnje. Uz osnovnu orijentaciju da se kamata formira na znatno višem nivou, da postane stvami izraz društvenog rentabiliteta uloženih društvenih finansijskih sredstava, bilo preko banaka, bilo pak direktnim ulaganjem učešćem), između privrednih subjekata, ona bi frebala da vrši funkciju društvenog razmeštaja sredstava repi-odukcije. Ona je time trebala da vrši i funkciju društvenog razmeštaja sredstva reprodukcije, odnosno šim cirkulaciju društvenih sredstava, motivisanu pre svega maksimalnom produktivnošću društvenog kapitala. "Konkurencija različitih sektora za kapitalom može se jedino zamisliti kao "tržišni kapital" s autonomno formiranom tražnjom i ponudom, gde bi se na osnovu tržišnih zakona obrazovala na duži rok neka normalna "cena kapitala", kao nužni kalkulativni troškovni elemenat". Međutim, orijentacija je izvršena u razvojnoj strategiji na produktivnost radne snage, a ne produktivnost kapitala kao oskudnijeg faktora, što je kasnije imalo duboke i trajne posledice na neracionalno korišćenje društvenog kapitala, s jedne strane, te visoku nezaposlenost radnika, s druge.

Troškovi kamate bi se mogli smatrati pre svega kao kalkulativni trošak upotrebe društvenog kapitala, na koji robni proizvodači moraju da računaju (pored materijalnih troškova i troškova rada) prilikom nabavki investicionih i drugih novčanih sredstava.

Preduzeću se isplati takav "trošak" zbog toga što predvida da će proizvodnom upotrebom pozajmljenih sredstava povećati produktivnost rada i dohodak u tolikoj meri da joj, posle "naknade usluge" uzajmljenih sredstava preostane na raspolaganju veća suma dohotka po jedinici u proizvodnju utrošenog rada od ove koju postiže pomoću postojećih sredstava."[17]

U poslovanju privrednih preduzeća ugrađena je time novačnog, pozajmljenog i određena minimalna granica koja određuje proizvodnu moć upotrebe kapitala, pri čemu kamata na pozajmljena sredstva (bez obzira da li dobijena preko bankarskog kredita ili direktnim ulaganjem izmedu privrednih subjekata) postaje i granični faktor racionalne upotrebe ispod kojih ne bi smelo da se koriste novčana sredstva, posebno sredstva akumulacije (štednje).

[17] Dr Milivoje Trklja: Kamata na investicione kredite u uslovima društvenog samoupravljanja, Institut društvenih nauka, Beograd, 1966, str. 40. Videti u tom pogledu nešto šire i u radu dr S. Komazec: Novac, kredit i kamata u samoupravnom socijalizmu..., str. 125-166 i 253-280.

5. STRUKTURA KAMATNIH STOPA I STRUKTURA FINANSUSKIH INSTRUMENATA

Problem strukture kamatnih stopa treba povezati s problemom strukture finansijskog tržišta. Kako je pomenuto, finansijsko tržište ne predstavlja homogenu celinu. Ono je sastavljeno od nekoliko parcijalnih tržišta, koja se u najširim okvirima mogu grupisati "u tržište novca" i "tržište kapitala". U uslovima ograničene "fluidnosti" finansijske strukture (kao što je slučaj kod nas) parcijalna tržišta su od daleko većeg značaja nego u zemljama razvijene finansijske strakture. Jer, u našim uslovima treba računa s mogućnostima velikih disproporcija na pojedinim tržištima, pri istovremenoj ravnoteži na drugim tržištima, ili čak disproporciji suprotnog karaktera na tim pojedinačnim tržištima. Usled ovoga, u našim uslovima bi se moralo računa sa relativno širokom strakturom kamatnih stopa i sa vrlo diferenciranim efektima jedne iste kamatne stope na tako diferenciranom tržištu novca i kapitala.[18]

Istraživanje uloge kamatne stope na finansijskom tržištu kod nas zahtevaju i teorijske i praktične potrebe. Usled toga svako istraživanje mora sadržavati kako teorijsku tako i empirijsku komponentu. Teorijsko istraživanje problema uloge kamatne stope na ponudu izgleda relativno lakše, samo ukoliko se radi o opštim razmatranjima. Međutim, teškoće se javljaju čim se problem pokuša istraživati u našim specifičnim uslovima. Nema sumnje da teorijsko istraživanje, ma kako bilo uopšteno, ne može biti lišeno institucionalnih komponenti, a ovo znači da se malo mogu koristiti stari uzori i presađeni kalupi kapitalističkog modela.

Treba pre svega istražiti osnovne tokove formiranja tražnje finansijskih sredstava, struktura i funkcionisanje finansijskog mehanizma, a tek zatim graditi teoriju kamatne stope i njeno delovanje na finansijskom tržištu.

Složenost prirode kamatne stope na polju ponašanja globalne i strukturne tražnje (sektorske i po nosiocima privredne aktivnosti) zahtevaju da najpre pristupimo objašnjavanju nekih metodoloških pitanja i institucionalnih karakteristika, koji u osnovi i determinišu ponašanje tražnje na tržištu novca i kapitala kod nas.

Tržište novca i kapitala u našim institucionalnim uslovima imaju nekoliko značajnih karakteristika koje je ovde, pre svake konkretnije teorijske i empirijske analize, potrebno posebno istaknuti:

1. Dominantan položaj bankarskog sistema, kako na strani koncentracije akumulacije (a posebno formiranja i ponude kratkoročnih i investicionih sredstava) tako i na strani ponude, pored sektora stanovništva.
2. Nedostatak tržišta vrednosnih papira.

[18] Bilo bi iluzorno i van ekonomske realnosti težiti za uvođenjem jedinstvene kamatne stope. Različiti položaj grana, grupacija, organskog sastava sredstava, produktivnosti itd. Stavljao bi odruah u neravnopravan položaj jedne u odnosu na druge robne proizvodače.

3. Dosadašnji razvoj institucija finansiranja (posebno na strani ponude). Dosadašnja funkcija kamatne stope i fiskalna koncentracija akumulacije, dovodili su do konstantno velikih i izraženih disproporcija između ponude i tražnje finansijskih sredstava. Ovi momenti su došli do izražaja posebno na tržištu kapitala, na kome je disproporcija u ponudi i tražnji izrazito velika, dok na tržištu novca, zbog dominantne uloge kredita i emisione aktivnosti centralne banke, ovi momenti nisu tako naglašeni. (Međutim, usko su, korelativno, povezani s restriktivnom ili liberalnom kreditnom politikom centralne banke i poslovnih banaka uopšte).[19]
4. Regionalno zatvaranje tokova akumulacije, posebno na strani ponude, dovodi do konstantnog pojačavanja regionalnih i strukturalnih disproporcija između ponude i tražnje.
5. Navedenim momentima mogli bismo dodati i ne manje značajan elemenat nestabilnosti tržišta, do sada neorganizovanim tržištem vrednosnih papira. Što se tiče stabilnosti, ne može se govoriti o stabilnosti tržišta, jer ne postoji organizovano tržište hartija od vrednosti. Nedovoljna stabilnost uslova dobijanja kredita od finansijskih organizacija i nedovoljna stabilnost uslova finansijskih ulaganja, neadekvatne regulativne mere na polju kamata, česte institucionalne promene na finansijskom polju, neizvesnost u pogledu budućih institucionalnih promena stalnu tendenciju porasta cena i rizik veće stope porasta cena u budućnosti i dr.
6. Siromašna struktura finansijskih instrumenata, u odnosu na druge razvijene tržišne privrede, kako na strani ponude tako i na strani fražnje, jer ćemo tražnju u našim istraživanjima posmatrati samo kao pandan, kao drugu stranu formirane ponude.[20]
7. U najnovijoj jugoslovenskoj praksi zapaža se sve šire i slobodnije decentralizovano kretanje tokova formiranja akumulacije i ponude finansijskih sredstava uopšte. Stoga kamatna stopa, ma koliko u dosadašnjim uslovima nefunkcionalna (zbog poznatih razloga), pretvara se u jedan od bitnih faktora novčanog tržišta i tržišta kapitala i uopšte finansijskog tržišta kod nas.

Naša naredna izlaganja biće posvećena upravo mestu, značaju i funkciji kamatne stope u sve slobodnijim tokovima novca i štednje (akumulacije) na ovako formiranom tržištu novca i kapitala, ali pretežno sa stanovišta tražnje i finansijskih sredstava u sklopu delovanja bankarskog mehanizma na tim tržištima.

[19] Dr D. Dimitrijević, isto, str. 33.

[20] Elementi efikasnosti finansijskog tržišta, koji se ogledaju kroz kapacitet, stabilnost i fluidnost do sada nisu došli do izražaja. Kapacitet je nedovoljan zbog nesrazmeme finansijske strukture koja ne odgovara sadašnjem stepenu privrednog razvoja i per capita dohotka. Već decentrali-zovant i slobodniji tokovi novca i akumulacije opterećeni su značajno regionalno zatvorenim tokovima, što normalno, vodi smanjivanju i fluidnosti formiranog finansijskog tržišta kod nas.

6. MEĐUSOBNA POVEZANOST TRŽIŠTA NOVCA I TRŽIŠTA KAPITALA I KAMATA

U svakoj privredi u kojoj postoji strukturna asimetrija između formirane akumulacije i investicija ekonomskih subjekata, mora da postoji određeni oblik finansijskog tržišta, odnosno tržišta kapitala. Nepodudaranje štednje i investicija javlja se kao neminovnost svake proizvodnje, pre svega iz sledećih razloga:

1. Vreme formiranja i vreme trošenja (ulaganja) novčane akumulacije obično se ne poklapaju,
2. Subjekti koji formiraju akumulaciju u procesu reprodukcije ne moraju imati već formirane potrebe za investiranjem,
3. Mehanizam odvajanja akumulacije od mesta i nosilaca gde se stvara (finansijski sistem) obično dovodi do pojačavanja tih odstupanja i dr.

U privredi u kojoj postoji veliki broj onih subjekata koji formiraju akumulaciju (razlika između dohotka i potrošnje (S = Y - C), a s druge strane veliki broj subjekata koji vrše ulaganja iznad svoje akumulacije (IS), dakle u uslovima gde ne postoji jednakost štednje i investicija (S≠I) ni pojedinačno ni globalno, neophodan je određeni mehanizam koji će privesti štednju onim mestima gde se pojavljuje manjak štednje u odnosu na investicije. Ovaj mehanizam stvara osnove finansijskog kapitala, odnosno neophodnost njegovog kretanja u tokovima društvene reprodukcije.

Postavlja se pitanje: kakav je finansijski "kapital" moguće kod nas razviti. kakav postoji i koje su daljnje perspektive razvoja? Navedeno pitanje se postavlja iz posebnog razloga. Naime, simultano funkcionisanje i koegzistencija triju oblika svojine, odnosno sektora: (1) Društvenog, (2) Državnog i (3) Privatnog, mora da ima neposredan odraz na razvoj i funkcionisanje finansijskog tržišta. S druge strane, prelivanje dohotka između sektora privrede, i samih robnih proizvođača, i uspostavljanje na toj osnovi određenih finansijskih odnosa u određenim vremenskim segmentima procesa reprodukcije, predstavlja nužnost svakog privrednog i finansijskog sistema.

Istovremeno se postavlja i niz drugih pitanja, kao:

1. Da li se formira dovoljno finansijskog "kapitala";
2. Da li se formirani kapital optimalno alocira;
3. Da li je dostignuti nivo ekonomskog razvoja praćen adekvatnim formiranjem strukture i visine finansijskog kapitala.

Pod finansijskim kapitalom ovde ne podrazumevamo oblike sraščivanja novačnog, proizvodnog i trgovinskog kapitala pod dominacijom novčanog, već celokupna novčana sredstva društvene akumulacije koja kroz različite oblike cirkulacije i upotrebe mogu da se koriste za maksimalno oplodavanje dohotka.

Tržište kapitala a priori znači tržište vrednosnih papira i dugoročnih finansijskih sredstava u različitim oblicima. To bi trebala da bude pretpostavka za mobilizaciju novčanog kapitala u cilju ulaganja u realnu sferu reprodukcije.

Tržište novca i kapitala, s druge strane, samo je jedan od podsistema finansijskog sistema kao celine i takvim ga treba posmatrati.

To je, dakle, istovremeno i pitanje adekvatnosti rankcionisanja naših banaka, adekvatnosti razvoja našeg finansijskog instrumentarija, strukture finansijskih instrumenata, kreditne politike banaka, prelivanja novca i kapitala i dr.

Sasvim je evidentno da je u ovakvim analizama u prvom planu produkcija i njen novčani izraz "van realnih kretanja" i odnosa u privredi. Svesni te činjenice moramo u analizi tržišta novca i kapitala u našim uslovima, pre svega, da uzmemo u obzir i neke druge faktore, kao:

1. Sistem upotrebe i efikasnost uloženih sredstava:
   a) Sistem upotrebe akumulacije,
   b) Efikasnost ulaganja,
   c) "Prinos" dohotka;
2. Postojeći položaj privrede, osnovni koncept finansijskog sistema i sistem upravljanja:

Postojeća zaduženost privrede,

Institucionalni i finansijski okviri koji "naležu" na dohodnu osnovu (uz stalni odliv novca iz privrede),

Sistem upravljanja i rukovođenja u preduzećima,

3. Faktore u sklopu privrednog razvoja:
   a) Povećanje per capita dohotka,
   b) Sklonost potrošnji, i dr.

Uzimajući u obzir samo postojeće odnose i novčani faktor, gradeći na njima mogućnosti stvaranja tržišta novca i kapitala, gubi se jedna značajna i bitna komponenta brojnih faktora u tom procesu. Najveći broj ovih "sekundarnih" faktora tržišta novca i kapitala obuhvatićemo u našoj analizi.

U poslednjih nekoliko godina našeg razvoja sve je očitiji debalans između potreba za finansijskim kapitalom i njegovog formiranja. Stalni pad stope akumulacije društvenog sektora, praćen rastom ličnih dohodaka iznad stope rasta društvenog proizvoda, pogoršavanjem strukture i efikasnosti investicija - ukazuju na to da se dosadašnji finansijski mehanizam pokazao neefikasnim, prvo da optimalno alocira flnansijske viškove sredstava u privredi i, drugo, da viškove akumulacije sa pojedinih sektora ponovo ne vraća u sektor privrednih preduzeća. U razvoju svake privrede javile su se tri faze: prva faza - razvoj tržišta roba i usluga; druga faza - razvoj finansijskog tržišta; treća - povezivanje nacionalnih i međunarodnih finansijskih tržišta (tehnologija i informatika).

Za dublje sagledavanje delovanja kamatne stope kao cene novca (i novčanih surogata), dakle, šire posmatrano, potrebno je da podemo od razjašnjenja samog termina tržišta novca i kapitala.[21] Mada su oni sastavni deo znatno šireg pojma

[21] Ovde pod finansijskim tržištem imamo u vidu tržište ukupnih, kako kratkoročnih tako i investicionih sredstava, koja se nude i traže na jednom ovakvom specifičnom obliku tržišta. Ovaj oblik finansijskog tržišta posmatraćemo iz jednog specifičnog ugla, dakle s pozicije bankar-skog sistema i odnosa globalne ponude i tražnje, formirane isključivo preko ovog mehanizma. Pod tržištem kapitala u svetskoj literaturi obično se smatra mehanizam transfera štednje iz ruku onih koji ih imaju «onima kojima je novac potreban za dobre poslvoe». Taj mehanizam tržišta kapitala ukapitalističkim privredama u sebi

finansijskog tržišta, ako smo to nešto ranije videli, oni "predstavljaju mehanizam koji dovodi u vezu ponudu i tražnju finansijskih sredstava i obezbeduje određene standardne uslove kupovine i prodaje finansijskih instrumenata".[22] Nas ovde interesuje upravo taj uži pojam finansijskog tržišta, naime interesuje nas homogeniji deo izrazito nehomogenog finansijskog tržišta - tižište novca i kapitala,[23] ali s aspekta bankarskog sistema sa svojim imanentnim specifičnostima u ekonomici s razvijenim tržišnim zakonitostima. Kako je tržište novca i kapitala determinisano u najvećoj meri institucionalnim i istorijskim faktorima, kao i samim nivoom razvijenosti privrede, to se oni razlikuju od jedne do druge zemlje. Cak i u jednoj zemlji od jednog do drugog perioda različiti institucionalni faktori mogu opredeljivati različito funkcionisanje tržišta novca i tržišta kapitala. Sami tokovi i instrumenti tržišta novca i tržišta kapitala se međusobno znatno razlikuju, pre svega zbog činjenice da tržište novca u sebe uključuje i kreiranje novca i dominantan položaj finansijskih institucija (centralne i komercijalnih banaka, dakle bankarski sistem)[24] - za razliku od tržišta kapitala, koje obuhvata samo tokove prelivanja (najčešće sektorskog) štednje ili akumulacije privrede. Dakle, u ovom drugom slučaju bankarski sistem zbog "nerazvijene finansijske strukture" - razvijene na kapitalističkom finansijskom tržištu - dobio je kod nas, do sada, izrazitu ulogu finansijskog posrednika u sakupljanju akumulacije na sektorima na kojima se javljaju viškovi i prelivanja tako formirane štednje u pravcu sektora sa nedostatkom akumulacije u odnosu na investicije. Da li je bankarski sistem u tome preuzeo kompletnu funkciju tržišta novca i kapitala kod nas, i koliko, jedno je od fundamentalnih pitanja našeg privrednog i finansijskog sistema.

Mada se pojmovno radi o dva odvojena tržišta, logikom funkcije novca u transformaciji robne vrednosti i pretvaranja u kapital - vrednost (dohodak), povezanost ova dva tržišta je višestraka. Povezanost se manifestuje, kako u pogledu tokova ponude, tako i u pogledu tražnje finansijskih sredstava. Pre svega, pođimo od činjenice, koja upravo proizilazi iz navedenog, da se kod subjekata u privredi, kod kojih su investicije manje od akumulacije (štednje), ne postavlja granica između tržišta novca i tržišta kapitala. Pri tome se normalno javlja i činjenica da "ročnost instrumenata putem kojih jedno i drugo tržište dobijaju finansijska sredstva, kod finansijskih organizacija ne sprečava da sredstva mogu biti plasirana od strane ovih dugoročno (poznata pojava transformacija finansijskih sredstava koja znači sposobnost finansijskih posrednika da prikupljena sredstva plasiraju sa znatno dužim rokom od roka na koji su prikupljena").[25]

---

uključuje: banke, diskontne kuće, komercijalne banke, osiguravajuće kompanije, Stock Exchange i druge finansijske institucije. (Vidi: Norman Macrea: The London Capital Market, London, 1957, str. 12.) Postoje i nešto modifikovane definicije tržišta novca i kapitala (npr. R.R. Robinskon u knjizi Money and Capital Markets, New York, 1964, str. 344, i dalje) prema kojima se posebnoizdvaja tržište novca i kapitala od otvorenog tržišta kapitala.

22 Tržište kapitala je isuviše globalan pojam za bilo koji oblik separatnih tržišta kapitala, ali bit problema se ne menja, ukoliko se posmatra bilo koji deo tog tržišta kapitala, jer je to izvanredno povezan i senzibilan mehanizam. Brojna literatura o tržištu kapitala prepuna je isto tako brojnih pozitivnih ocena o delovanju tržišnog mehanizma na alokaciju novca i kapitala upravo prema efektivnosti ulaganja.

23 Dr D. Dimitrijević, op. cit., str. 20.

24 Ovde ćemo pod pojmom tržište novca podrazumevati sve mehanizme koji dovode u tražnju i ponudu kratkoročnih sredstava, a pod tržištem kapitala sve mehanizme koji dovode u vezu tražnju i ponudu sredstava akumulacije (štednje) u obliku dugoročnih is rednjoročnih sredstva.

25 Dr D. Dimitrijević, isto, str. 22.

Sa stanovišta analize bankarskog sistema vrlo je značajno da u našim uslovima postojanja nerazvijenog finansijskog tržišta (npr. tržišta obveznica, akcija, i dr.) bankarski sistem i poslovne banke dobijaju primarno mesto kao intermedijalni subjekti u funkcionisanju našeg tržišta novca i kapitala.

Kao osnovne institucije, pored tržišta novca, na tržištu kapitala kod nas deluju investicione banke, monetarne depozitne institucije (štedionice, ali ne i hipotekarne banke), a u poslednjih nekoliko godina na tržištu kapitala sve više se pojavljuju i komercijalne banke, koje su do sada tradicionalno i u drugim zemljama poslovale samo na tržištu novca.[26]

[26] Savremene monetarne teorije sve više ističu stavove da pored institucija monetarnog sistema treba da obuhvati i sve institucije tržišta kapitala iz onih istih razloga zbog kojih traže da pored novca treba obuhvatiti i druge likvidne finansijske instrumente. (Gurley and Shaw: Money in a Theory of Finance, Washington, D.C. 1960.).

GLAVA PETA

TRŽIŠTE NOVCA I RAVNOTEŽA PONUDE I TRAŽNJE NOVCA

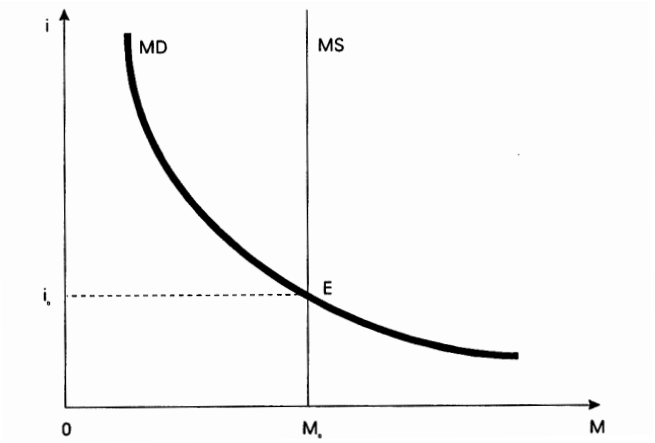
1. PONUDA I TRAŽNJA NOVCA

Tražnja novca, videli smo, zavisi od transakcije robama i uslugama u privredi. Država, preduzeća i stanovništvo drže novac da bi njim mogli kupovati robu, opremu, plaćati radnike, usluge i dr. što zavisi od neelastičnosti potreba i stanja na tržištu novca (ponude, tražnje, kamata, inflacije). Jedan deo tražnje novca završava kao likvidan oblik, što se odnosi na visoko likvidna sredstva kojima se osigurava stalna tekuća likvidnost.

Nacionalna centralna banka i bankarski sistem osiguravaju Ponudu novca. Centralna banka svojim emisionim kanalima i instrumentima monetarne regulacije (eskontna stopa, politika otvorenog tržišta, reeskont, rezerve likvidnosti, obavezna rezerva i dr.) određuje masu primarnog i sekundarnog (depozitaog) novca, mada depozitni (sekundarni novac stvara bankarski sistem), upravljanjem rezervama Centralna banka drži pod kontrolom ukupnu ponudu novca.

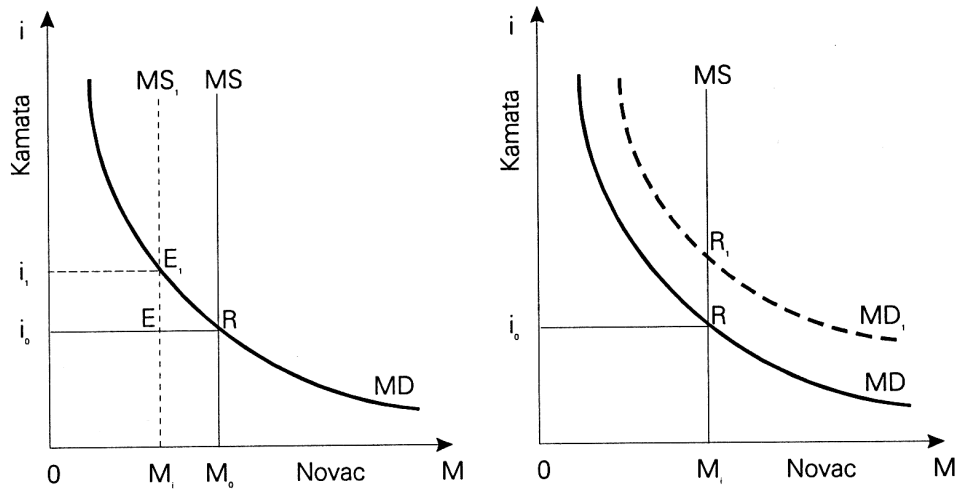
Ponuda (MS) i tražnja novca (MD) zajednički određuju kamatne stope.

PONUDA I TRAŽNJA NOVCA I KAMATA



Ako je ponuda novca pod kontrolom (MS) u visini M_0, tada ponuda i tražnja seku u visini tražnje novca MD (R), uz kamatnu stopu i_0. Formira se ravnoteža i kamatna stopa.

SMANJENJE PONUDE NOVCA POVEĆANJE TRAŽNJE NOVCA



Promene u monetarnoj politici banaka, uz manju ponudu novca MS_1, pri datoj tražnji (MD) odnosu smanjenjem ponude sa M_0 na M_1, uz datu kamatnu stopu (i_0) dovodi do veće tražnje novca u visini ER. Pošto korisnici pokušavaju doći do željene količine novca dolazi do rasta kamatne stope sa E na E_1 i uspostavljanja nove ravnoteže ponude i tražnje novca (slika levo). Na slici desno tražnja za novcem se povećala zbog rasta cena (inflacije), uz datu (konstantnu) proizvodnju. Veća tražnja novca dovodi do porasta tržišnih kamatnih stopa sve dok se tražena količina novca ne vrati na prethodni (ravnotežni) nivo.

Kriva tražnje novca (MD) je opadajuća, jer uz rast kamatne stope svi subjekti drže manje novca. Iz više kamatne stope (banaka) preduzeća i stanovništvo prenosiće svoja sredstva u oblike sa većim prinosom - bežaće od novca koji im nosi nikakav ili nizak prinos. To se postiže u plasman novca u oblike koji nose veće prinose, ili kamatne stope, uz bolje usklađivanje prihoda i rashoda, ali i bolje upravljanje aktivom, pasivom i gotovinom. Često se plasman vrši u obveznice i druge finansijske instrumente koji nose veći prinos od bankarske kamate.

Kamata je cena za korišćenje novca. One se određuju na tržištu novca. To su tržišta na kojima se daju ili uzimaju kratkoročna sredstva na zajmove.

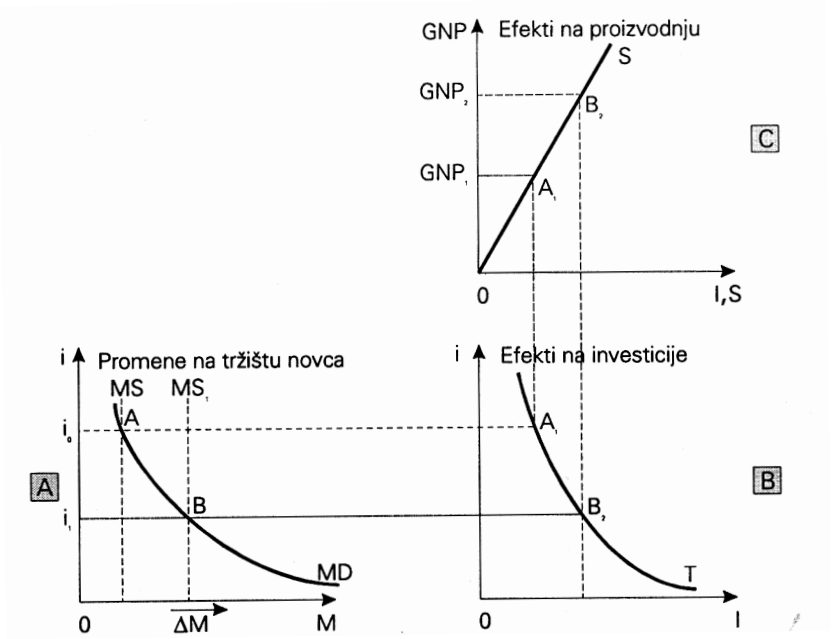
Centralna banka može, zbog opasnosti od inflacije, da smanji ponudu novca (prodajom hartija od vrednosti ili povlačenjem kredita od banaka). Iz prethodne slike se vidi da kretanje krive ponude novca ulevo sa MS na MS, javlja se razlika tražnje novca u visini ER. Subjekti u privredi u tim uslovima (uz rast kamatne stope) počinju prodavati deo svojih realnih sredstava i zadržavati veće količine novca. Kamatne stope i dalje rastu dok se ne dostigne nova ravnotežna kamata u visini i1.

2. MONETARNI MEHANIZAM I TRŽIŠTE NOVCA

Monetarna aktivnost centralne banke i poslovnih banaka ima neposredne efekte na kamatne stope na tržištu novca, devizni kurs, trgovinski i budžetski deficit, proizvodnju, zaposlenost, inflaciju i gotovo svaku makroekonomsku varijablu.

Na koji način novac (ponuda i tražnja novca) utiču na ove varijable. Preko modela multiplikatora moguće je ispitati ovaj uticaj izmene monetarnih uslova na ove agregatne odnose.

EFEKTI MONETARNE POLITIKE NA OSNOVNE AGREGATE.[27]



Efekti monetarne politike (u ovom slučaju ekspanzivne) mogu se objasniti na sledeći način. Na tržištu novca (A) dolazi do porasta krive ponude sa SA na SB, pri čemu kamatna stopa opada. To se događa u slučaju kada Centralna banka oceni da privredi preti recesija i pad investicija, odnosno zaposlenosti. Snižavanje kamatne stope (preko porasta ponude novca) dovodi do porasta investicija (grafikon b), jer se javlja podstrek za veću potrošnju i proizvodnju. Labavija monetarna politika time podstiče investicije, ali i sve oblike potrošnje. Niže kamatne stope će obarati i devizni kurs, čime će doći i do porasta izvoza.

[27] P.A. Samuelson: Economics, XIV izd. McGrow-Hill, 1994, str. 539.

Investicije[28] su povećane sa A(na B', ali njihov rast je u duhu multiplikatora manji od rasta društvenog proizvoda, koga investicije iniciraju. Rast društvenog proizvoda je jednak visini investicija pomnoženoj sa multiplikatorom investicija.[29]

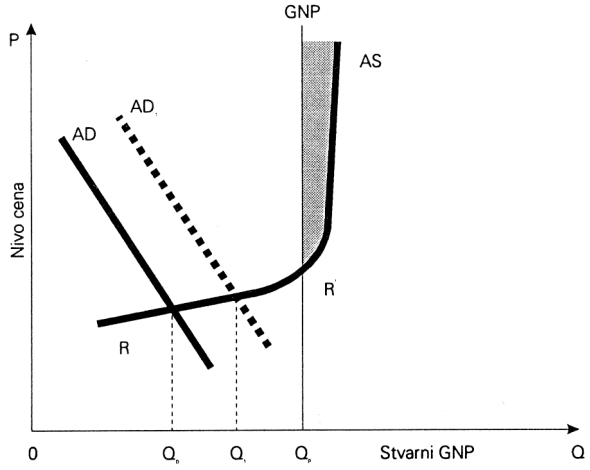
Šta se u stvari dogodilo?

Povećanje ponude novca sa A na B Dovelo je do porasta investicija sa A (na B', a to je preko delovanja multiplikatora povećalo društveni proizvod sa A'(na B".

3. MONETARNA POLITIKA I TRZIŠTE NOVCA

Videli smo kako povećanje ponude novca dovodi do porasta agregatne tražnje. Koristeći dalje krive agregatne tražnje i ponude može se sagledati i proces uspostavljanja makroekonomske ravnoteže.

EKSPANZIVNA MONETARNA POLITIKA



Pri tome je Qp potencijalna proizvodnja.

Porast ponude novca može dovesti do porasta ulaganja i višestrukog porasta agregatne tražnje. To dovodi do pomeranja krive AD udesno. Prema modelu kejnzijanizma ovo pomeranje povećava proizvodnju, a vrlo malo cene. U

[28] Investicije treba shvatiti u širem smislu, jer obuhvataju i trajna potrošna dobra, stambene zgrade, automobile i dr.

[29] Videti šire o delovanju investicija na društveni proizvod u delu u kojem razmatramo multiplikator investicija.

novim modelima monetarni rast će pre svega povećati cene ili nominalni društveni proizvod, a vrlo malo realni proizvod (proizvodnju).[30]

Kako monetarna ekspanzija pomera agregatnu tražnju krive AD na AD (i ukupnu ravnotežu sa R na R', to znači da će povećana ponuda novca delovati i na proizvodnju. To se odvija na sledeći način. Monetarna ekspanzija snižava kamatnu stopu, a one podstiču na nova ulaganja u investicije. Preko mehanizma multiplikacije povećava se i agregatna tražnja, a to povećava proizvodnju i cene.

Ako bi privreda bila u stanju pune zaposlenosti, tada je kriva AS gotovo vertikalna. U tom slučaju monetarne promene imaju mali efekat na proizvodnju. Suprotno se događa u slučaju kada centralna banka vodi restriktivnu monetarnu politiku i smanjuje ponudu novca u opticaju.

4. RAVNOTEŽA NA NOVČANOM TRŽIŠTU

1) TRAŽNJA NOVCA – SPEKULATIVNA I TRANSAKCIONA TRAŽNJA NOVCA

U uspostavljanju generalne ravnoteže u privredi buržoaska teorija polazi i od analize uslova ravnoteže monetarne sfere kao njenog sastavnog dela. U istraživanju uslova monetarne ravnoteže ova teorija polazi od zahteva za jednakošću ponude i tražnje novca (M = L). Prema kejnzijanskoj teoriji tražnja novca se sastoji iz transakcione tražnje novca (Lt) i spekulativne tražnje novca (La), ili tražnje novca kao imovine.

Spekulativna tražnja novca je funkcija kamatne stope. Naime, osnovna determinanta spekulativne tražnje novca je kamatna stopa.

Tražnja novca za transakcione svrhe pod delovanjem je stvarnih promena privredne aktivnosti i nivoa nacionalnog dohotka (Y). Prema tome imamo sledeće funkcije:

$$Lt = L\,(-)\,La = L\,(i)$$

pri čemu je Lt - transakciona tražnja novca kao funkcija dohotka, a La - spekulativna tražnja novca kao funkcija kamatne stope.

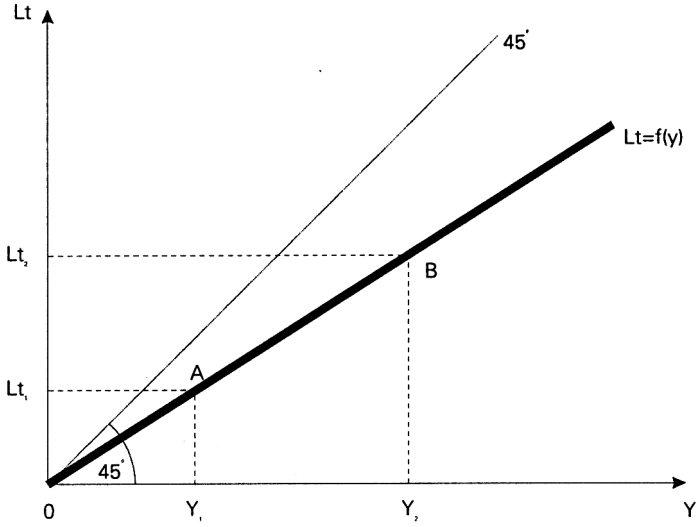
Tražnja transakcionog novca se povećava s porastom dohotka, a opada opadanjem dohotka.

Pod pretpostavkom konstantne brzine opticaja novca udvostručenje nacionalnog dohotka zahtevaće udvostručenje nacionalnog dohotka zahtevaće

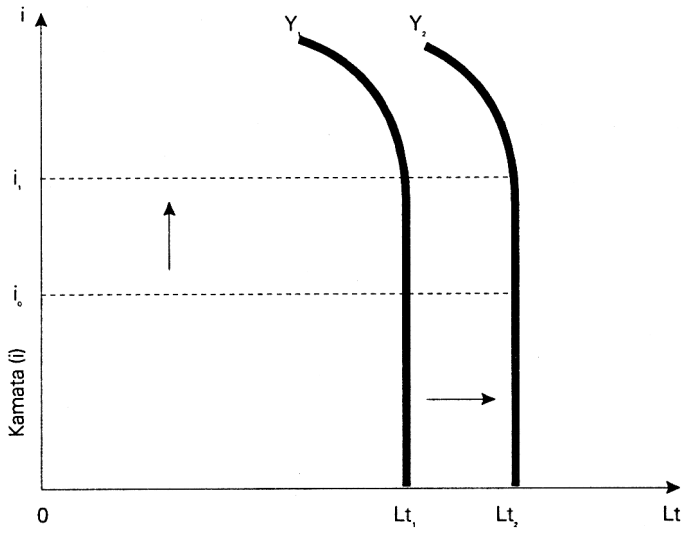
[30] Kriva IS je u stvari skup medusobno povezanih tačaka koje odgovaraju uravnoteženim odnosima štednje i investicija na određenom nivou dohotka i kamatnih stopa. Ova kriva pokazuje nivo agregatne tražnje na ovim tržištima uz datu kamatnu stopu i datu visinu nacionalnog dohotka.

udvostručenje mase transakcionog novca. Dakle, odnosna determinanta tražnje novca je ponašanje dohotka. Kriva transakcione tražnje novca obično se prikazuje na sledeći način:[31]

TRANSAKCIONA TRAŽNJA NOVCA I KAMATA



TRANSAKCIONA TRAŽNJA NOVCA



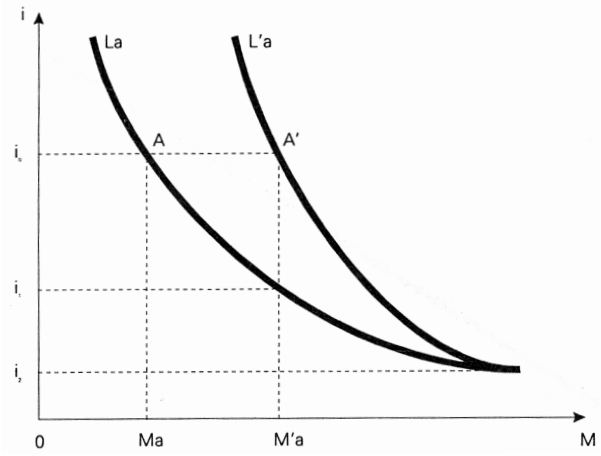
[31] Walace C. Peterson, Income, Employment and Economic Growth, w.w. Northom Comp. Inc. Toronto, 1974, str. 284 i 285.

Kriva tražnje novca ima pozitivan nagib prema dohotku, dok se količina novca podešava promenama dohotka $Y_1Y_2 - Lt_1Lt_2$

Porast nacionalnog dohotka dovodi, dakle, do porasta transakcione tražnje novca, ali je taj porast ublaženiji od rasta dohotka funkcija (čiji je nagib blaži od nagiba linije 450. Ukoliko se u transakcionu tražnju novca uključi uz dohodak i kamata (slika desno) jasno se vidi da se povezanost pojavljuje samo na visokim nivoima kamate.

Spekulativna funkcija tražnje novca, kao funkcija kamatne stope, dobija sledeći oblik:

FUNKCIJA SPEKULATIVNE TRAŽNJE NOVCA

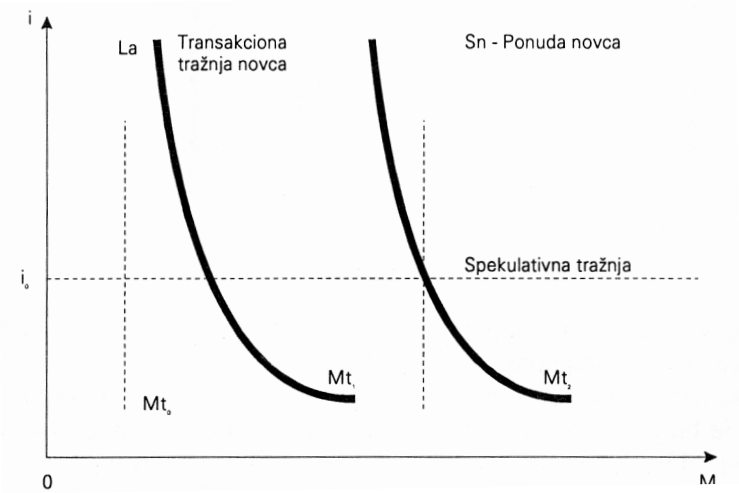


Spekulativna tražnja novca je funkcija nivoa i promena kamatnih stopa. Snižavanjem kamate s i_0 na i, povećava traženu količinu spekulativnog novca s Ma na M'a. Kod niskog nivoa kamate i_2 padanje krive tražnje novca La se usporava, a zatim zaustavlja. Kada je tražnja novca beskonačno elastična u odnosu na promene kamatne stope, tada se celokupna tražnja odnosi na tražnju novca kao imovine (Ma), pri čemu je L (Y) = 0. Kamata ne deluje više na masu novca u opticaju, ali ni novac na kamatu, što dovodi do neefikasnosti monetarne politike.

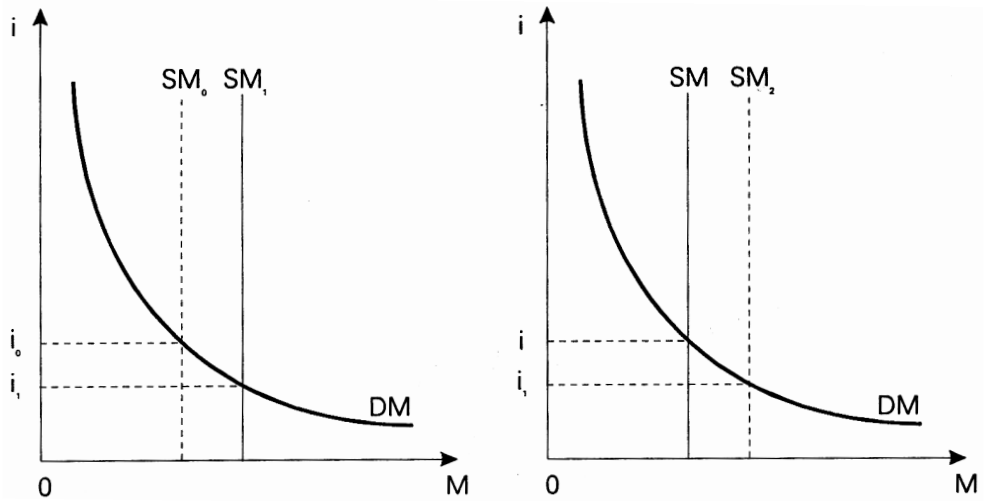
Transakciona i spekulativna tražnja novca često se prikazuje i na sledeći način:

Pomeranje (povećanje) transakcione tražnje novca sa Mto na Mt_1 odnosno Mt_2, uz istovremeno zadržavanje ponude novca Sn mora voditi povećanju kamatne stope i neravnoteži na tržištu novca.

TRANSAKCIONA I SPEKULATIVNA TRAŽNJA NOVCA



PROMENE TRAŽNJE I PONUDE NOVCA



Povećanje ponude novca sa Smo na SMl dovodi do obaranja kamatne stope sa i0 na i1, naravno uz datu tražnju novca DM.

Ukoliko se tražnja novca poveća, ali i ponuda novca, odnosi na tržištu novca će se formirati u zavisnosti od dinamike i visine promena ponude i tražnje novca.

Obaranje ponude novca ili restriktivna monetarna politika obično se vodi protiv inflacije što je praćeno i visokom cenom novca i kamata.

Suprotno tome povećana ponuda novca i snižavanje kamatne stope vodi se protiv recesije.

Takvo stanje odgovara fazi duboke krize ili recesije kada nikakvo sniženje kamate nije u stanju da pokrene investicije koje su u drastičnom padu. Visoka želja za likvidnošću i niska sklonost investicijama ne osiguravaju privredi ni minimalne preduslove za pokretanje investicija zbog slabih poslovnih izgleda. Čak i uz pretpostavku negativne kamatne stope (premije za investicije), ne postoji želja za investiranjern. Time je izvršena i sinteza poslovnog i spekulativnog oblika novca.

Kako su transakcioni i spekulativni novac komplementami do ukupne mase novca u privredi, to će smanjenje jednog dovesti do porasta drugog oblika, i obrnuto. Pošto smanjenje mase spekulativnog novca dovodi do porasta brzine opticaja novca, to se transakciona tražnja nužno proširuje i na kamatu, pa dobija sledeći oblik:

$$Lt = L\,(Y,i)$$

2) UKUPNA FUNKCIJA TRAŽNJE NOVCA

Ukupna funkcija tražnje novca može se definisati kao funkcija nacionalnog dohotka i kamatne stope, dakle imamo:

$$L - Lt - La$$

$$L = Lt\,(Y) + La(i)$$

odnosno

$$L = L\,(Y, i)$$

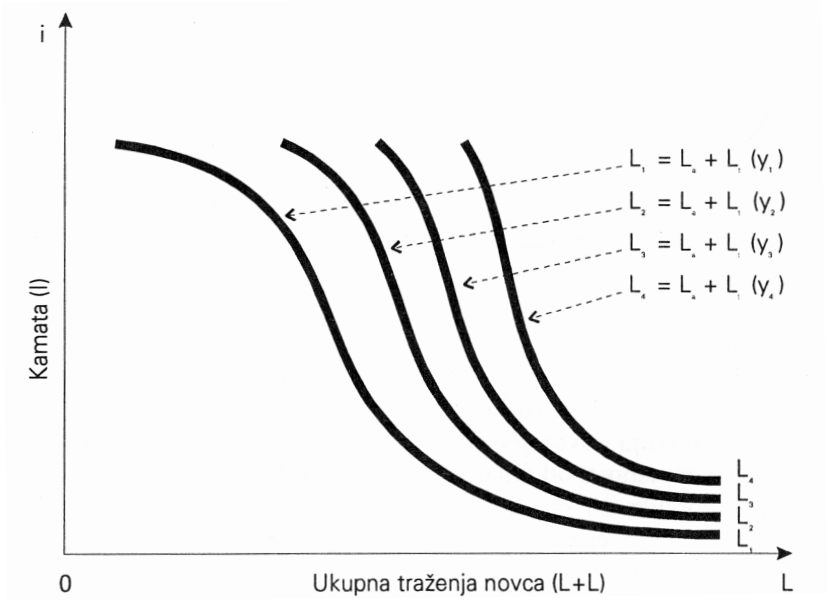
s obzirom da ista masa novca u privredi služi kako za transakcione tako i za spekulativne potrebe, uz njihovo stalno međusobno prelivanje.

Neokejnzijanska teorija danas proširuje "liqudity trap" na sve visine kamate i sve oblike tražnje novca - dolazeći do zaključka da je tražnja novca potpuno elastična na promenjene kamatne stope.[32]

Iz navedene funkcije se mogu sagledati i posledice određene promene količine novca u privredi (povećanje ili smanjenje), što zavisi od toga kome novac odlazi i na koji način pritiče u promet. Ako se to odliva potrošačima, posebno kategorijama s nižim dohocima, oni će ih pre ili posle koristiti za tražnju robe i usluga, što će dovesti do pritiska na cene robe. Ako novac pritiče bankama, one se mogu orijentisati na nabavku vrednosnih papira, povećavajući im cene, uz adekvatno snižavanje kamatne stope. Snižavanje kamatne stope dovodi do porasta želja za investiranjem i rasta investicija. Porast investicija, uz nepotpunu zaposlenost, dovodi do porasta nacionalnog dohotka koji će rasti sve do nivoa koji odgovara povećanoj masi novca.

[32] Savremena gradanska teorija sve više polazi od šire skale kamatnih stopa (spektra različitih kamatnih stopa) u odnosu na raniji pristup kamati kao jedinstvenoj kategoriji.

KRIVA UKUPNE TRAŽNJE NOVCA



Ako uz datu masu novca dođe do porasta nacionalnog dohotka, veći deo nacionalnog dohotka će ekonomski subjekti zadržavati kao likvidna sredstva, te dolazi do pada spekulativne tražnje (tražnje vrednosnih papira) čime dolazi do rasta kamatne stope i time izazvanog pada investicija, a ovo do nivoa kada će se dohodak izjednačiti s masom novca u privredi. Proces uravnotežavanja se, dakle, sprovodi preko kamatne stope.

Postoje mogućnosti da se taj novac delimično prelije na tražnju robe i porast cena robe, a delimično na kupovinu vrednosnih papira uz obaranje kamatne stope.[33]

Budući je spekulativna tražnja novca funkcija kamatne stope, očito je da postoje brojni faktori vezani za uzajamni odnos investicija i kamata 3 (I koji će ga opredeljivati. Pre svega kejnzijanska teorija ističe *internu stopu unosnosti.* Ukoliko vlasnici novca smatraju da je kamatna stopa previsoka u odnosu na stopu interne unosnosti kapitala, oni će povećati izdavanje (pozajmljivanje) novca, smanjiće se spekulativna tražnja novca, što će kod date mase novca u privredi smanjiti kamatnu stopu. Suprotna je situacija kada ocenjuju da je kamatna stopa previsoka u odnosu na stopu unosnosti kapitala. *Interna stopa unosnosti je faktor nivoa spekulativne tražnje novca.* Smanjenje interne stope unosnosti smanjuje spekulativnu tražnju novca, dok je povećanje interne stope povećava.

Kod transakcione tražnje novca postoji izvesna nedoslednost. Naime, ona je rezultat ponašanja dohotka i brzine opticaja novca. Poznato je da vremenska neusaglašenost u dinamici priliva i tražnje sredstava dovodi do većeg zadržavanja novčanih rezervi, što je često vezano za trgovačke spekulacije. To znači da promene

[33] Dr S. Komazec, dr Ž. Ristić: Bankarska ekonomija, str. 352-380.

transakcione tražnje novca zavise i od promena i visine kamatne stope. Uz dati nacionalni dohodak, porast ili smanjenje transakcione mase novca zavisi i od kamate. Uz višu kamata privredni subjekti će držati manju masu transakcionog novca uz njihovo orijentisanje na spekulativne svrhe.

3) PONUDA NOVCA I TRAŽNJA NOVCA

Masa novca u privredi ili ponuda novca sastoji se takođe iz transakcionog i spekulativnog novca, a njihov zbir daje ukupnu masu novca u privredi:

$$M + Mt + Ma$$

Ukupna ponuda novca M sada glasi:

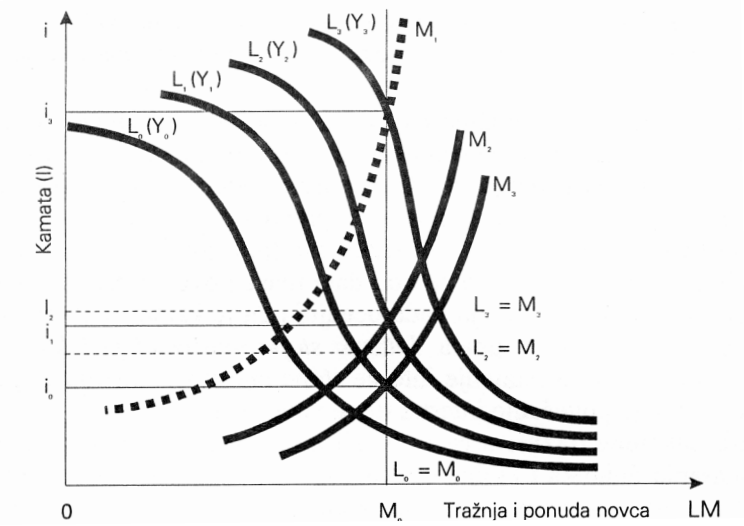
$$M = Mt\,(Y) = Ma\,(i)$$

S obzirom na to da je ponuda transakcionog novca funkcija promena dohotka, a ponuda spekulativnog novca funkcija promena kamatne stope, to je gotovo identično tražnji novca. Budući da je ponuda novca više endogeno određena i lakše je kontrolisati u odnosu na tražnju novca, to ćemo se za sada manje na njoj zadržati.

Funkcija ukupne tražnje novca u neokejnzijanskom modelu pokazuje sada različita visinu tražnje novca u odnosu na visinu nacionalnog dohotka i različite interne unosnosti kapitala, odnosno ukupno tražene (L) i ponudene (M) količine novca.

Porastom dohotka i stope interne unosnosti kapitala dolazi do porasta tražnje novca, dok, suprotno tome, porastom kamate dolazi do pada ukupne tražnje novca. Sada se formira ukupna funkcija ponude i tražnje novca u privredi, koja dobija sledeći oblik:

TRAŽNJA I PONUDA NOVCA I KAMATA



Ukoliko se spoje tačke preseka krivih L (Y) i kamatne stope, (i_0, i_1 i_2) dobija se poznata kriva LM.

Uz datu ponudu novca M_0, pomeranje krive tražnje novca u transakcione svrhe s položaja L_1 (Y_1) na nivo položaja L_2 (Y_2), uz uključivanje promena kamatne stope sa i_0 na i_1 i i_2 dovodi do uravnotežavanja odnosa ponude i tražnje novca na različitim nivoima $L_0 = M_0$, $L_1 = M_1$ i $L_2 = M_2$ uz stalni rast kamatne stope. Ukoliko je data ponuda novca M_0, pomeranje krive L (Y) na nove položaje $L_1(Y_1)$ odvija se dakle uz višu kamatnu stopu. Suprotno tome, uz datu krivu tražnje novca L (Y), pomeranje krive ponude novca M_0 na M_1, M_2 i M_3 dovešće do obaranja kamatne stope.

Građanska teorija uglavnom polazi od toga da postoji ravnoteža u monetarnoj sferi kada je količina novca (M) jednaka ukupnoj tražnji novca (L) na datom nivou nacionalnog dohotka i kamatne stope. Ukoliko sada upotrebimo danas u literaturi uobičajene simbole za ponudu novca Ms i za tražnju novca Md, imaćemo prvi uslov ravnoteže na novčanom tržištu:

$$Md = Ms$$

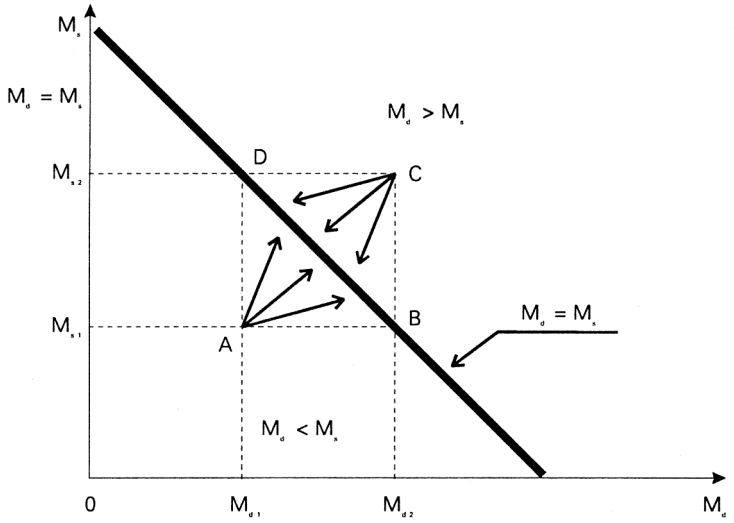
pri čemu je

$$Ms = Mt + Ma \text{ i } Md = Lt + La.$$

Ravnoteža odnosno neravnoteža na novčanom tržištu se može prikazati na sledeći način:[34]

[34] Frank Zahn: Macroeconomic Theory and Policy, Prentice - Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jursey, 1975. Str. 92.

RAVNOTEŽA NA NOVČANOM TRŽIŠTU



Na tržištu novca postoji ravnoteža samo duž linije Ms = Md, odnosno u našem slučaju na visinu tražnje novca Md_2 i ponude novca Ms_2 (tačke D i B). Nasuprot tome na visini tražnje Md i Ms (tačka A) ne postoji ravnoteža s obzirom na to da je Md Ms. Isto se odnosi i na tačku C u kojoj je tražnja novca veća od ponude novca Md Ms.

Kriva LM pokazuje dakle ravnotežu na novčanom tržištu, pri čemu je na datom nivou dohotka ponuda novca jednaka tražnji novca za svaku odgovarajuću visinu kamatne stope.

Promena krive LM pokazuje dakle ravnotežu na novčanom tržištu, pri čemu je na datom nivou dohotka ponuda novca jednaka tražnji novca za svaku odgovarajuću visinu kamatne stope.

Promena krive LM može nastati pod delovanjem nekoliko osnovnih faktora:

1. Promena u tražnji novca, bilo spekulativnoj bilo transakcionoj,
2. Promena na strani ponude novca (autonomnim delovanjem centralne banke politikom otvorenog tržišta, eskontnom stopom, obaveznim rezervama i drugim instrumentima monetarne politike),
3. Promena granične sklonosti držanja gotovine (preferencija likvidnosti),
4. Promena brzine opticaja novca,
5. Promena nivoa cena i dr.

Promena bilo koje od navedenih varijabli, pod pretpostavkom da ostale ostanu nepromenjene, dovešće do odstupanja krive L od krive M i izbacivanja tržišta novca iz stanja ravnoteže. Međutim, sigumo je da je ovaj podsistem lakše održavati u ravnoteži, ili vratiti u stanje ravnoteže, ukoliko se radi o endogenim varijablama ovog tržišta (npr. emisija novca, ponuda novca i dr.) u odnosu na

delovanje drugih egzogeno određenih varijabla (tražnja novca, promena granične sklonosti likvidnosti, promene brzine opticaja novca, promene cena i dr.).

5. MEĐUSOBNO DELOVANJE SVIH TRŽISTA U OPŠTOJ RAVNOTEŽI

Formiranje ravnoteže samo na robnom tržištu ili samo na novčanom tržištu još ne osigurava da se ekonomski sistem u građanskoj teoriji nađe u stanju ravnoteže. Da bi se to postiglo, neophodno je uspostaviti istovremeno ravnotežu i na jednom i na drugom sektoru privrede. Jednačina opšte ravnoteže u privredi se dobija iz prethodne dve (jednačine ravnoteže na robnom i jednačine ravnoteže na novčanom tržištu), tako da se uspostavlja sledeća relacija:

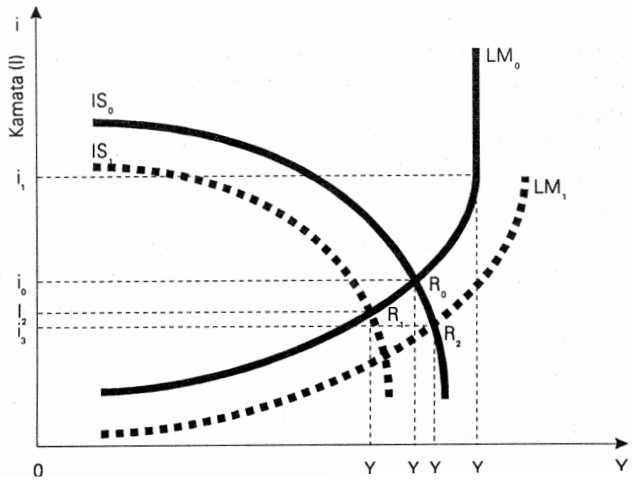
$$IS = LM$$

što je poznata Hicks - Hansenova jednakost. Presek krive IS i LM određuju ravnotežu na tržištu novca i tržištu robe i usluga. Ako se u novi model ravnoteže uključe i budžetski prihodi i rashodi, dobija se sledeći odnos:

$$IS = S + I\,(r) + G$$

Model opšte ravnoteže ovog sistema izvodi se, dakle, iz odnosa krive IS i LM i njihovog međusobnog ponašanja uslovljenog delovanjem promena kamatne stope (i);

MODEL OPŠTE RAVNOTEŽE U EKONOMSKOM SISTEMU



Pri postojećim odnosima kriva IS i LM formirana je ravnoteža u tački RO, uz kamatnu stopu i_0 na nivou nacionalnog dohotka OY_0. Pomeranje krive IS desno, uz postojeću LM krivu, dovodi do porasta nacionalnog dohotka, uz rast kamate i pomeranja tačke ravnoteže prema liniji pune zaposlenosti. Ukoliko se kriva IS pomeri ulevo, uz datu LM krivu, dolazi do snižavanja nacionalnog dohotka, opadanja kamate i formiranja ravnoteže u privredi u novoj tački ravnoteže R_1 i kamate i_2. Ukoliko se sada kriva LM pomeri udesno, uz datu IS krivu, dolazi do porasta nacionalnog dohotka i snižavanja kamatne stope. I obrnuto. Problem je u tome što se pod delovanjem brojnih faktora, koji odvojeno deluju na IS i LM krivu, jedna kriva može nezavisno kretati u odnosu na drugu, da se obe istovremeno pomeraju, što otežava uspostavljanje nove ravnoteže ovog sistema.

Model sada uključuje u sebe visinu i promene nacionalnog dohotka, kamatnu stopu, tražnju i ponudu novca, investicije, štednju, i javni sektor koji samo u određenoj kompoziciji mogu da formiraju opštu ravnotežu u privredi. Pomeranje bilo kojeg agregata u odnosu na ravnotežno stanje dovešće do promena i drugih varijabla (posebno Y i "i"), do narašavanja opšte ravnoteže i novih kretanja sve dok se ne uspostavi novo stanje ravnoteže.

Problem opšte ravnoteže je upravo u tome što je teško, ili gotovo nemoguće, sve egzogene i endogene varijable držati "u granicama normale" koje bi odgovarale uravnoteženim odnosima. Pođimo u tom pogledu od nekoliko pretpostavki:

Pretpostavimo da uz date odnose IS i LM dođe do sniženja kamatne stope s i_0 na i_2. Uz nižu kamatu dolazi do veće želje za investiranjem, investicije rastu, a to se kroz proces multiplikatora višestruko odražava na rast nacionalnog dohotka. Međutim, sniženje kamate dovodi i do porasta tražnje novca, što, opet, dovodi i do neravnoteže na tržištu novca. Dolazi do prodaje obveznica čija je cena porasla (zbog pada kamate). Povećana ponuda obveznica obara im cenu, što dovodi do porasta kamate. Sada porast kamate dovodi do opadanja investiranja i višestrukog pada nacionalnog dohotka. Smanjenje dohotka vodi smanjenju transakcione tražnje novca (Lt), što dovodi do uklanjanja napred nastalog viška tražnje novca. Time se privreda vraća u stanje ravnoteže. Da li će ravnoteža biti dugoročnog ili kratkog oblika, i, da li će sistem uopšte doći u ravnotežu, zavisi od stupanja elastičnosti krive IS i LM u odnosu na promene kamate. U slučaju jednake elastičnosti ovih krivih, u odnosu na kamatu poremećaj ravnoteže do kojeg bi došlo u našem primeru, odvijao bi se dosta brzo i to u cikličnim oscilacijama s potpuno jednakim amplitudama cikla.

Međutim, promena kamatne stope se ne odražava samo na promenu investicija, a preko njih i na nacionalni dohodak, već i na tražnju novca kao imovine La = L(i). Budući da je tražnja novca opadajuća funkcija kamatne stope, to će se promene kamatne stope delom odraziti na promene investicija, a delom na promene spekulativne tražnje novca (čime se ublažavaju efekti na investicije)

U delovanju kamate na investicije teorija otkriva taj tzv. "prigušujući efekat" (damping effect). Posledica navedenog je vrlo značajan zaključak da će nacionalni dohodak porasti manje od porasta novčane mase puta multiplikator (ΔY (m . ΔM).

Pretpostavimo sada da u napred proširenoj jednačini ravnoteže dođe do porasta javnih rashoda (G). Porast javnih rashoda će kroz proces multiplikacije dovesti

do porasta nacionalnog dohotka. Kriva IS se pomera u desno. Pod pretpostavkom da je ponuda novca nepromenjena, to će dovesti do opadanja investicija koje sada kroz proces negativnog multiplikatora dovode do opadanja nacionalnog dohotka.

Međutim, smanjenje investicija je manje od povećanja javnih rashoda, tako da se sistem vraća u ravnotežu na višem nivou dohotka i kamatne stope.

Pođimo, konačno, i od pretpostavke da je došlo do porasta ponude novca uz ostale uslove ceteris paribus. Dodatna količina novca time je veća od tražnje novca (Ms Md), bilo za transakcione, bilo za spekulativne potrebe. Vlasnici novca će nastojati da ga koriste za kupovinu vrednosnih papira ili druge finansijske investicije. Dolazi do rasta cena vrednosnih papira, pre svega zbog pada kamatne stope, a isto tako i investicija [I = I (i)]. Porast investicija dovodi do multipliciranog rasta nacionalnog dohotka, bilo realnog, bilo nominalnog (zbog rasta cena). Proces će se odvijati sve do momenta dok se ne uspostavi nova ravnoteža M = L = L (Y) + L (i), a kod investicija dok se ne osigura dovoljan rast štednje za njihovo pokriće, već prema poznatoj jednačini ravnoteže na robnom tržištu I = S ili I (i) = Y - C (Y).

Porast ponude novca dovodi dakle do pomeranja krive LM na desno, na novi položaj LM,, što bi dovelo do porasta nacionalnog dohotka s OY_0 na OY_2 i uz pad kamatne stope s i_0 na i_3. Pad kamatne stope dovodi do porasta investicija koje se sada multiplikativno odražavaju na rast transakcione tražnje novca (Lt) i to često znatno brže u odnosu na rast nacionalnog dohotka, čime se brzo neutrališe rast ponude novca (zbog delovanja rasta cena u ovom sistemu, koji nešto kasnije šire razmatramo).

Ako u privredi vlada puna zaposlenost, ukupan efekat monetarnog rasta će se odraziti na rast cena, čime se ravnoteža uspostavlja samo na nominalno većem iznosu nacionalnog dohotka.

Ako se krive IS i LM seku na nivou niskih kamatnih stopa (poznati "Keynesian Trap"), tada promene količine novca nemaju uticaja na kamatnu stopu, čime ni tako neelastična kamata nema odraza na ponašanje investicija i nacionalnog dohotka. To znači da, prema ovoj teoriji, na nivou niskih kamatnih stopa ponuda novca je neefikasna u pogledu delovanja na nivo dohotka i zaposlenosti. Ovaj problem kasnije šire obrađujemo u delu o monetarnoj politici.

U ovom slučaju može se poći i u obrnutom pravcu. Ako dođe do porasta nominalnog nacionalnog dohotka, a ne dođe do adekvatnog i potrebnog rasta novčane mase, privredni subjekti će povećati sklonost likvidnosti. Pada tražnja na finansijskom tržištu (vrednosnih papira) uz porast kamatne stope. Porast kamate dovodi do smanjenja investicija i multipliciranog pada nacionalnog dohotka. Proces bi se odvijao sve do momenta dok nacionalni dohodak ne bi opao na prethodni nivo pre povećanja, dakle početno ravnotežno stanje.

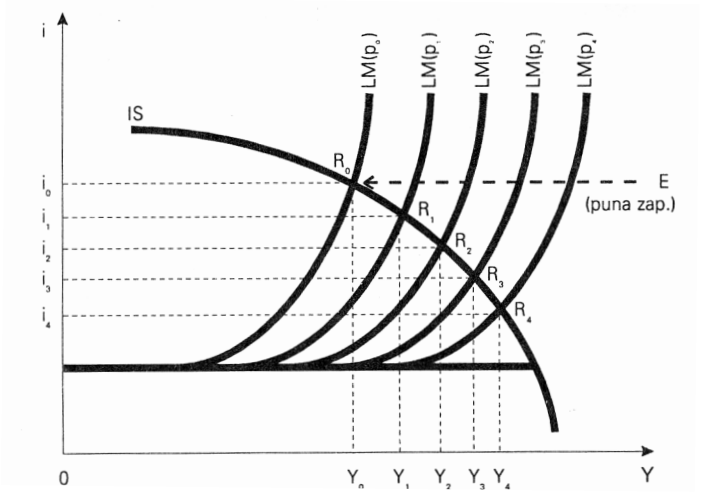
Prema savremenoj građanskoj teoriji tu postoji i osnovna razlika u primeni fiskalne i monetarne politike (javnih rashoda i ponude novca), pošto od ponude novca nema porasta kamate, već naprotiv, dolazi do njenog snižavanja i rasta investicija, dok se kod povećanja javnih rashoda javlja rast kamate i snižavanje investicija u ostalim sektorima privrede. To je jedan od razloga što se u opštem naporu uravnotežavanja sistema odnosa IL i LM pristupa kombinovanju mera

monetarne i fiskalne politike - da bi se ostvario rast investicija i tražnje (zaposlenosti) uz održavanje kamatne stope na željenom nivou.

Stvarnim odnosima u savremenoj privredi najviše odgovara slučaj kada dolazi do istovremenog pomeranja krive IS i krive LM. Pretpostavimo da je došlo do porasta ponude novca kroz monetarnu politiku i javnih rashoda. To će dovesti do njihovog pomeranja nadesno, uz porast nacionalnog dohotka i zaposlenosti, ali uz istu kamatnu stopu (ukoliko je pomeranje jedne krive odgovaralo pomeranju druge, što je gotovo više slučaj, a ne zakonitost).

Ako se sada u odnose IS i LM krive uključi i promena cena kao autonomna varijabla, imaćemo sledeće odnose:

OPŠTA RAVNOTEŽA I PROMENE CENA[35]



Uz pretpostavku pune zaposlenosti, a time i date krive IS, pomeranje krive LM s položaja LM (po) na nove položaje (pl) itd. Dovodi do porasta cena i nominalnog nacionalnog dohotka (Y_0, Y_1, Y_2), što je praćeno istovremenim padom kamatne stope. Time ovaj sistem odnosa konačno uspeva da poveže mehanizam rasta cena za ponudu i tražnju novca. Ako se u navedeni sistem uključe i promene IS krive, očito je da će se proces opšteg uravnotežavanja odvijati u složenijim međusobnim odnosim svih agregata.

Ako pretpostavimo da u uslovima ravnoteže IS i LM na nivou pune zaposlenosti (Y_0, R_o) i ravnotežnog nivoa cena ponovo dođe do povećanja ponude novca na novčanom tržištu, kriva LM će se pomeriti udesno na novi položaj LM (p_1), ali uz fiksnu LM krivu. Agregatna novčana tražnja će se time povećati. Ovo pomeranje krive LM dovodi do smanjenja kamatne stope (i_1, i_2, i_3, i_4) i povećane želje za investiranjem. Ali, zbog date ponude robe i usluga i pune zaposlenosti, dolazi do potpunog prelivanja viška tražnje na cene. Rast cene smanjuje realnu količinu

[35] W. C. Peterson, op. cit. str. 337.

novca, što dovodi do pomeranja krive LM ulevo, čime se povećava kamatna stopa i uspostavlja ravnoteža privrede na prethodnom preseku IS i LM krive (R_0).

Osnovno pitanje koje se nameće u analizi savremene građanske teorije ravnoteže jeste da se ovaj proces odvija uglavnom pod delovanjem tržišnih odnosa, da i dalje postoje određeni automatizmi uravnotežavanja i da zato nisu potrebne dublje društveno-ekonomske promene i analiza društvenih odnosa. S druge strane, ovakav pristup građanske teorije monetarne i realne ravnoteže daleko je od mogućnosti da da osnovni odgovor (pa i sam putokaz za istraživanja) uzroka fundamentalne i hronične neravnoteže privreda kapitalističkih država. Iz navedenog razloga neophodno je, uz napred izvršenu analizu cikličnog kretanja kapitalističke privrede, dati, bar u osnovnom, marksističku teoriju monetarne ravnoteže (i neravnoteže) i ekonomske stabilnosti, što je predmet naših narednih izlaganja.

Č E T V R T I D E O

AKCIONARSKI KAPITAL I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

GLAVA PRVA

FINANSIJSKA TRŽIŠTA - VRSTE I POSLOVI

1. FINANSIJSKA TRŽIŠTA - POJAM I VRSTE

Pod tržištem se u najširem smislu reči podrazumeva mesto na kome se sučeljavaju ponuda i tražnja za robama, uslugama i novčanim sredstvima. Analogno ovom zaključuje se da danas postoje produktno i robno tržište, tržište usluga i finansijsko tržište. Finansijsko tržište, dakle zadovoljava tražnju privrednih subjekata za novčanim sredstvima, a sa druge strane omogućava vlasnicima novčanih sredstava da ostvare prihod na svoju imovinu. Ako je mesto susreta ponude i tražnje organizovan prostor sa tačno utvrđenim vremenom, tržišnim pravilima i uzansama kupoprodaje onda se radi o organizovanom tržištu. Finansijsko tržište je prema tome organizovano mesto i prostor na kome se traže i nude finansijsko novčana sredstva i na kome se u zavisnosti od ponude i tražnje organizovano formira cena tih sredstava.[36] Finansijsko tržište se može definisati i kao skup svih finansijskih transakcija u oblasti nacionalne ekonomije kojima dolazi do uspostavljanja i realizacije društveno-proizvodnih odnosa iz kupoprodajnih finansijskih dokumenata. Ogroman značaj koji finansijsko tržište ima za nacionalnu ekonomiju ogleda se od omogućavanja nesmetanog odvijanja procesa proizvodnje i prometa, optimizacije nivoa novčane mase, likvidnosti nacionalne ekonomije, alokacije novca, ostvarenja profitabilnosti pa sve do ostvarenja proširene reprodukcije u oblasti proizvodnje i prometa i sigurnosti za plasirani kapital.

Cena finansijskih sredstava[37] formira se pod odlučujućim uticajem ponude i tražnje, a izražava se u vidu kamatne stope, koja je opet različita za svaki od segmenata finansijskog tržišta. Globalno uzevši ona je uvek manja kod kratkoročno odobrenih novčanih sredstava sa rokom dospeća do jedne godine kao i onda kada se radi o uspešnim i bonitetnim debitorima. Kamatna stopa kod dugoročnih aranžmana

[36] Ristić, Ž., Tržište novca, Tržište kapitala, str. 13. i 17.

[37] Šire o prirodi, oblicima i delovanju kamatne stope u delu u kojem posebno istražujemo cenu novca i kapitala.

je veća čime se kompenzira niža likvidnost kao i veći rizik, a isto je i kad se radi o manje kreditno sposobnim korisnicima. U takvim slučajevima se čistoj kamati dodaje i riziko premija. Kamatna stopa međutim zavisi i od stope inflacije gde se nominalna kamatna stopa koriguje u skladu sa rastom cena što je poznato kao tzv. Fišerov efekat.[38]

Najbitnija podela finansijskog tržišta, koja se najčešće i sreće u literaturi je podela na novčano tržište i tržište kapitala. Osnovni kriterijum ovakve podele je rok dospeća novčanih sredstva datih debitoru, kao i kvalitativna razlika između novca i kapitala. Pod novcem se podrazumeva sva ona finansijska imovina koja se troši u roku od 1 godine i menja svoj oblik u tom roku. Sve ono što ne menja svoj oblik u tom roku i može imati karakter potrošnje odnosno štednje (po Kejnsu) na rok duži od jedne godine ima svojstvo kapitala. Trgovanje novcem na tržištu kapitala predstavlja opasnost po likvidnost za banke, a trgovina kapitalom na novčanom principu znači prodavati imovinu jeftinije nego što je nabavljena odnosno raditi u korist svoje štete. Dakle, finansijsko tržište se prema predmetu poslovanja može podeliti na:

Novčano tržište. Na ovom tržištu se traže i nude kratkoročna novčana sredstva i kratkoročne hartije od vrednosti, čime se tražiocima omogućava zadovoljavanje potreba u vezi likvidnosti, prometa i proizvodnje, a vlasnicima slobodnih novčanih sredstava zamenu novca za druge likvidne plasmane uz ostvarivanje prihoda u vidu kamate.

Devizno ili internacionalno tržište. Ono je nerazdvojiv deo novčanog tržišta u razvijenim tržišnim privredama. Na ovom tržištu se vrši kupoprodaja stranih sredstava plaćanja, usklađuje ponuda i tražnja deviza i utvrđuje njihov kurs, što je međunarodni platni promet razvijeniji, a zemlja više uključena u svetsku razmenu to je potreba za razvijenijim deviznim tržištem veća.

Tržište kapitala. Na ovom tržištu se prodaju i kupuju dugoročna novčana sredstva odnosno kapital i dugoročne hartije od vrednosti tzv. efekti. Učesnicima na ovom tržištu se pruža mogućnost da brzo menjaju strukturu i smer svojih investicionih plasmana, da brzo prelaze iz uloge štednje u ulogu zajmotražioca, a da pri tom slobodna sredstva budu usmerena u najrentabilnije investicione projekte, što opet ima značaj sa makro aspekta. Do sredstva na tržištu kapitala se može doći u vidu akcijskog kapitala odnosno emisijom akcija i u vidu zajmovnog kapitala, odnosno emisijom obveznica.

Tržište kapitala i novčano tržište se mogu dalje dekomponovati i to novčano tržište na: tržište žiralnog novca, kreditno, eskontno, lombardno, devizno i tržište kratkoročnih hartija od vrednosti, a tržište kapitala na: kreditno-investiciono, hipotekarno i tržište dugoročnih hartija od vrednosti koje opet može biti emisiono. Odnosno primarno i sekundarno.

[38] Dr Srboljub Jović, Bankarstvo, str. 466.

2. POSLOVI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Poslovi na finansijskom tržištu odavno su prestali biti privilegija banaka. U tom smislu važno je istaći da se između finansijskih poslova i poslova banaka ne može povući znak jednakosti. Sve veći broj nebankarskih institucija u vidu štedionica, investicionih fondova, dilersko-brokerskih firmi, osiguravajućih društava i sl. postaje sve jača konkurencija bankama zatvarajući tzv. "rape" u tražnji pružanjem novih, savremenijih usluga. Zajedničko za obe vreste institucija je to što svoje poslovanje obavljaju na finansijskom tržištu odnosno njegovim segmentima i korišćenjem sličnih finansijskih instrumenata. U krajnjoj instanci ukupna poslovna aktivnost i banaka i nebankarskih institucija ima svoju potvrdu upravo u rezultatima ostvarenim na finansijskom tržištu.

Vrsta finansijskog tržišta na kome se obavljaju, glavni je kriterijum podele poslova na finansijskom tržištu. Naravno postoje i poslovi koji su jedinstveni i zajednički za obe vrste finansijskog tržišta. Krajnji zaključak je da su svi raznovrsni, značajni i mnogobrojni. Ipak se i na novčanom tržištu i na tržištu kapitala mogu izdvojiti osnovni poslovi.

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. Poslovi na novčanom tržištu su sve finansijske transakcije kojima se vrši transformacija imovine iskazane u novcu.

Na tržištu kapitala u osnovne poslove spada kupovina i prodaja dugoročnih novčanih sredstava - kapitala i hartija od vrednosti kao što su: obveznice, akcije, fjučersi, svopovi, certifikati. Poslovi na tržištu kapitala su sve finansijske transakcije kojima se vrši transformacija imovine iskazane u kapitalu.

Jedinstveni i zajednički poslovi na finansijskom tržištu koji su imanentni svakom njegovom segmentu su oni čiji je kriterijum podele rok u kome se imaju realizovati. Dakle i na tržištu kapitala i na novčanom tržištu postoje dve vrste poslova: promptni i terminski.

Promptni poslovi se nazivaju i spot, keš ili gotovinski i kod njih je glavna karakteristika ta da se svaka novčana ili kapitalna transakcija izvršava odmah, a najkasnije u roku od dva do pet dana računajući od dana sklapanja posla. S obzirom na kratkoću roka u kome i kupac i prodavac moraju izvršiti svoje obaveze promptni poslovi su defakto poslovi bez kamatnog i kursnog rizika, a i kreditni rizik (rizik da partner neće ispuniti svoju obavezu) je manji.

Terminski poslovi se karakterišu time da se kupoprodaja odnosno realizacija ugovora ne izvršava promptno tj. odmah, već kasnije na unapred utvrđen dan ili u unapred utvrđenom roku koji počinje teći sa istekom poslednjeg dana za izvršenje promptnog ugovora. Svi bitni elementi ugovora se definišu u trenutku njegovog sklapanja i moraju se ispoštovati pri realizaciji. Ovi poslovi omogućuju

partnerima izradu kalkulacija, ali su kod njih prisutni kursni, kamatni i kreditni rizik kod obe banke. Terminski poslovi mogu biti obični, kada njihovo izvršenje nije ničim uslovljeno i obaveze partnera se moraju izvršiti u rokovima dospeća, a mogu biti i uslovni terminski poslovi kod kojih svaka strana može odustati od posla ako prethodno položi dovoljnu sumu novca kao obeštećenje drugoj strani. Ove probleme šire razmatramo nešto kasnije.

3. TRŽIŠNI SEGMENTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Finansijsko tržište, kao što je već rečeno, može se dekomponovati na *novačno tržište i tržište kapitala.* Ova dva opet sadrže u tržišnim privredama više specifičnih tržišta. Kada je u pitanju novačno tržište radi se o kreditnom, eskontnom, lombardnom, deviznom, tržištu kratkoročnih hartija od vrednosti i tržištu žiralnog novca, a kada se govori o tržištu kapitala radi se o investicionom, hipotekarnom i tržištu dugoročnih hartija od vrednosti. Između ovih specijalizovanih tržišta vlada čvrsta povezanost i međuzavisnost tako da se promene na jednom tržištu pozitivno ili negativno respektuju na ostala.

Kreditno tržište je deo novčanog tržišta na kome se trguje kreditnim materijalom, sa rokom dospeća do godinu dana. Dakle na ovom tržištu se susreće ponuda i tražnja za kratkoročnim kreditima i formira cena u vidu kreditne kamate. Za kreditno tržište se kaže da je najkonzervativnije, najnetržišnije tržište od svih novčanih tržišta. Stepen tržišnosti se određuje prema sposobnosti pretvaranja imovine u viši likvidniji oblik. Kako se kratkoročni kredit vraća tek po isteku roka dospeća, to je stepen likvidnosti ovde najmanji.

Eskontno tržište je takav oblik tržišta gde se trguje eskontnim materijalom koji se u bilansu vidi kroz poziciju menični portfolio. Menica je hartija od vrednosti eskontnog tržišta koja vrši funkciju obezbeđenja i instrumenta plaćanja. Ona je strogo formalni instrument i menično pravo se ne pobija ničim osim protestovanjem pod intabulacijom. Cena eskontnih kredita se izražava preko eskontne kamate kojoj kao indikator za kretanje služi eskontma stopa centralne banke.

Lombardno tržište je specijalizovano tržište za trgovinu lombardnim materijalom robnog karaktera (gde spadaju faktura i založnica), lombardnim materijalom nerobnog karaktera (gde spadaju hartije od vrednosti iza kojih stoji finansijska transakcija) i lombardnim kreditima. Cena kojom se trguje na lombardnom tržištu je lombardna stopa, koja je kao i eskontna stopa diskontaog karaktera i veća je od eskontae stope, a manja od kreditne.

Devizno tržište obuhvata trgovinu devizama kao kratkoročnim potraživanjima izraženim u stranom novcu što predstavlja poseban oblik novčane imovine. Cena kojom se trguje na ovom tržištu predstavlja se u vidu deviznog kursa koji može

biti izražen kroz broj domaćih novčanih jedinica za jedinicu stranog novca ili broj jedinica stranog novca za jedinicu domaćeg.

Tržište kratkoročnih hartija od vrednosti je ono na kome se emituju i primarno prodaju hartije od vrednosti i istovremeno trguje već emitovanim hartijama od vrednosti kratkoročnog karaktera. Dakle, ono obuhvata primarno i sekundarno tržište, odnosno tzv. prodaju iz prve ruke i prodaju iz druge, treće i ostalih ruka. Tržišni materijal ovog tržišta čine hartije od vrednosti javno-pravnog izdanja čiji je emitent država ili centralna banka i privatmog izdanja čiji su emitenti banke i privredne organizacije. Cena na primarnom tržištu se iskazuje emisionim kursom, a na sekundarnom berzanskim kursom. Ovo tržište služi centralnoj banci za politiku otvorenog i zatvorenog tržišta.

Tržište žiralnog novca je najvažniji deo novčanog tržišta. Preko njega monetarna vlast utiče na kretanja na svim ostalim tržištima. Ono je revizor cene koštanja tržišnog materijala na svim ostalim tržištima. Cena žiralnog novca izražena u vidu kamatme stope najmanja je u odnosu na sva ostala tržišta ali je zato osnova za formiranje cena na tim tržištima. Žiralni novac je najlikvidniji oblik imovine i on je početak i kraj transformacije raznih vidova imovine.

Investiciono tržište je segment tržišta kapitala na kome se trguje investicionim materijalom. Ovo tržište je slično kreditnom, a osnovna razlika je u roku dospeća kredita, koji je ovde preko jedne godine. Druga razlika proizilazi iz same razlike u kvalitetu između novca i kapitala.

Hipotekarno tržište je specijalizovano tržište kapitala na kome se trguje hipotekarnim založnicama, koje se emituju na osnovu hipoteka, i hipotekarnim kreditima. Ovo tržište obuhvata trgovinu hipotekarnim založnicama na primarnom i sekundarnom tržištu gde svaka založnica ima dvostruko iskazanu vrednost; u novcu i materijalizovanoj hipoteci.

Tržište dugoročnih hartija od vrednosti tzv. efekata sastoji se od emisionog ili primarnog tržišta i sekundarnog tržišta. Trguje se akcijama odnosno akcijskim kapitalom i obveznicama odnosno zajmovnim kapitalom i to putem berzanskog i vanberzanskog prometa.

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. Tako recimo ako se očekuje pad kursa akcija i gubitak po tom osnovu, vlasnici akcija zahvaljujući postojanju sekundarnog tržišta hartija od vrednosti mogu prodati svoje akcije i doći do likvidnih sredstava. Njihovo deponovanje u banci uz odgovarajuću kamaru utiče direktno na povećavanje ponude na novčanom tržištu. Ako kasnije, pak dođe do prestanka rizika od pada kursa akcija, zahvaljujući povezanosti ovih tržišta moguće je podići likvidna sredstva iz banaka i uložiti ih na tržište kapitala radi ostvarenja veće dobiti. Pri tom se ponuda na tržištu kapitala povećava, a na novčanom tržištu smanjuje što utiče i na cene na tim tržištima.

Finansijsko tržište je sve samo ne statičko tržište. Različita kretanja i promene situacije, kao u svakom tržištu, svojstvena su i finansijskom tržištu, a nazivaju se zajedničkim imenom - tržište oscilacije. Faktori promena u tržišnoj privredi su mnogobrojni i različiti i sa aspekta kvaliteta i sa aspekta kvantiteta. Sve

promene na finansijskom tržištu mogu se podeliti na negativne, koje dovode do stanja nelikvidnosti, restrikcije, napetosti, nestabilnosti i pozitivne, koje dovode do likvidnosti, ekspanzije, opuštanja, stabilnosti. Zajednički imenitelj svih promena je taj da se one odražavaju na visinu kamatne stope. Smatra se da pri visokim kamatnim stopama vlada stanje "skupog novca", a pri niskim stanje "jeftinog novca". Najznačajniji faktori koji utiču na oscilacije na finansijskom tržištu su: povećanje odnosno smanjenje novca i kapitala kao imovine subjekata, povećanje odnosno smanjenje reeskontnog i relombardnog kontigenta centralne banke, obavezne rezerve centralne banke, smanjenje ili povećanje obima emisije hartija od vrednosti tržišta novca i kapitala, stanje trgovinskog i platnog bilansa, stepen zaduženosti, obim sredstava budžeta i vanbudžetskog bilansa itd. Neki faktori su autonomnog karaktera. Ali je najveći deo pod uticajem centralne banke odnosno monetarnih vlasti, što je čini direktno odgovornom za stabilnost na finansijskom tržištu.

GLAVA DRUGA

FINANSIJSKA TRŽIŠTA I FINANSIJSKA EKONOMIJA

1. ULOGA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Finansijska tržišta, videli smo, predstavljaju mesta, instrumenti, tehnike i tokovi koji omogućavaju razmenu novčanih viškova i manjkova - novca, deviza i kapitala.

Nerazvijena finansijska tržišta svedena su uglavnom na banke i depozitno-kreditne odnose. Razvijena tržišta sadrže brojne finansijske instrumente, institucije, sofisticirane finansijske tehnike i složene (isprepletene) finansijske tokove.

Finansijska tržišta se, videli smo, obično dele na:

1. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti,
2. Tržište kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti,
3. Devizno tržište.

U stvarnosti postoji niz tržišta: akcija, obveznica korporacija, obveznica državnog duga, tržišta kredita, tržišta hipotekarnih hartija od vrednosti, izvoznih potraživanja i dr. Svako od ovih specifičnih tržišta ima svoje posebnosti i funkcije.

Finansijsko tržište omogućava:

1. Brzo imovinsko i finansijsko restrakturiranje subjekata u skladu sa sopstvenim potrebama i delovanjem tržišta,
2. Brisanje granice između likvidnih i nelikvidnih sredstava, jer sekundarno tržište omogućava likvidnost gotovo svakog člana imovine,
3. Disperziju rizika kroz lakše i šire strukturisanje imovine,
4. Stalno prilagođavanje ročnosti izvora i plasmana sredstava,
5. Izbor plasmana prema znacima sa tržišta,
6. Stalno menjanje oblika imovine i kombinovanje oblika imovine prema prinosima, i drugim motivima,
7. Vrednovanje imovine i kvaliteta svakog učesnika na finansijskom tržištu. Finansijska tržišta podrazumevaju objektivne tržišne kriterije, ekonomsku

alokaciju sredstava, regularnost i državnu zaštitu učesnika, dok s druge strane uklanja socijalizaciju i nelegalna prisvajanja.

2. PRIMARNO I SEKUNDARNO FINANSIJSKO TRŽIŠTE

Primarno finansijsko tržište je ono na kojem se prodaju nova izdanja hartija od vrednosti. Prodajom emisije hartija od vrednosti prikuplja se nova novčana štednja ili trenutno nezaposleni novac. Novom emisijom akcija povećava se kapital emitenta, a novom emisijom obveznica uzajmljuju dodatna dugoročna sredstva. Izdavanjem hartija od vrednosti i drugih utrživih instrumenata i njihovom rasprodajom završava život toga instrumenta na primarnom ili emisionom tržištu.

Preduzeća i drugi emitenti najčešće nemaju znanja i iskustva u ovim poslovima, teško im je organizovati prodaju prisutni su rizici cena i neprodaje. Pomoć im stoga pražaju "investicione banke" ili njihove grupe ako se radi o većim iznosima emisije.

Investicione banke preuzimaju analizu tržišta, procenjuju mogućnosti uspeha emisije, utvrđuju vrstu i osobine vrednosnice zavisno o potrebama emitenta, cenu primarne emisije, registruju emisiju kod kontrolnih organa, raspisuju poziv na upis, prodaju i distribuiraju hartije od vrednosti. Najčešće same ili udružene i kupovne grupe otkupljuju celu emisiju kao veleprodavci i rasprodaju je dalje, preuzimajući time i rizike emisije.

Na sekundarnom finansijskom tržištu obavlja se stalna kupoprodaja već emitovanih hartija od vrednosti koje su u ruke investitora došle prethodnom rasprodajom na primarnom tržištu. Na njemu originalni emitent ne pribavlja novčana sredstva nego se menjaju vlasnici već emitovanih hartija, tj. hartije od vrednosti se preprodaju. Zato ga zovemo i transakcijsko tržište. Sekundarno finansijsko tržište posebno se pravno i organizaciono uređuje radi zaštite učesnika na njemu. Posebno značenje sekundarnog tržišta koji poseduju lako održavaju likvidnost i oslobađa im novčana sredstva za druge plasmane.

Bez uređenog sekundarnog tržišta ni primarno tržište ne vredi mnogo jer, iskustvo nam pokazuje, bez sekundarnog tržišta hartija od vrednosti se pretvaraju u cedulje s kojima se ništa ne može učiniti do roka dospeća.

Sekundarna tržišta razlikuju se ne samo od zemlje do zemlje već su različito organizovana i različite "živosti" za svaku vrstu instrumenata. Transakcije na sekundarnom tržištu obavljaju se u bankama (berzice, brokerski departmani), na berzama hartija od vrednosti koje su najorganizovaniji oblik sekundarnog tržišta i na tzv. OTC (over - the - counter) tržištima.

Berza hartija od vrednosti efektna berza, organizovano je i centralizovano sekundarno tržište hartija od vrednosti. Fizičko mesto susreta i komunikacije na kojem članovi berze obavljaju kupovinu i prodaju hartija od vrednosti za račun kupaca i prodavaca prema specifičnim pravilima i regulaciji.

Sama berza je udruženje članova. Njen je zadatak osigurati infrastruktura i trgovanje na njoj listiranim - uvrštenim hartijama od vrednosti. Pre uvrštavanja na listu hartija od vrednosti kojima se trguje na berzi, emitent hartija od vrednosti dužan je podneti berzi dokaze o ispunjavanju uslova za uvrštavanje (podaci o iznosu godišnje dobiti, broj deonica ponuđenih javnosti, broj krupnih deoničara, iznos neto-aktive i slično). Za uvršćavanje na berzi kompanije moraju prihvatiti visoke standarde zaštite investitora, podnositi periodične i godišnje izveštaje, organizovati skupove deoničara, iznositi u javnost finansijske informacije. Na berzi se trguje malim brojem najkvalitetnijih hartija od vrednosti uhodanih i poznatih kompanija. Na NYSE listirane su 1774 hartije od vrednosti, na londonskoj ISE 2559, na tokijskoj berzi 1752, frankfurtskoj 1204, na milanskoj samo 220. Najveći promet na sekundarnom tržištu ostvaruje se preko berzanskog tržišta. Ono je i svojevrsni far, pokazatelj stanja i kretanja privreda.

OTC tržište (over - the - counter)[39] drugi je važan oblik organizovanog sekundarnog tržišta. Na njemu se trguje hartijama od vrednosti manjih ili novijih kompanija koje najčešće nisu ali mogu biti uvrštene i na berzama. OTC je sistem automatskih kotacija na mreži međusobno spojenih računara. Na američkom OTC registrovano je 30.000 - 40.000 hartija od vrednosti, a aktivno je oko 15.000. Prvenstveno je to dilersko tržište. Organizovalo ga je NASD (Nacionalno udruženje dilera) uvodeći 1971. Sistem automatskih kotacija (NASDAQ). Sistem kontinuirano na ekranima računara ukazuje kupovne i ponuđene cene. Na zahtev komitenta broker ili diler telefonski kontaktira s drugim dilerom koji kupuje ili prodaje vrednosni papir koji je predmet trgovanja.

Posao se zaključuje telefonom, telefaksom ili teleksom, bez fizičkog susreta. Promene cena unose se u računar i automatski se uspostavljaju nove kupovne i ponuđene kotacije. Dileri su povezani u grupe koje trguju određenim vrednosnim papirima. Ovo se tržište ponekad naziva i treće tržište (tercijarno).

Tržište državnih obveznica Vlade SAD sa četrdesetak dilera, koji su u svako doba spremni kupiti i prodati ove vrednosne papire, takode je OTC tržište. Takvim se tržištem mogu smatrati i tržišta certifikata o depozitu, federalnih fondova, bankarskih akcepata i devizna tržišta. Promet na tim tržištima zajedno daleko nadmašuje promet na najvećoj berzi - NYSE.

Indeksi (indikatori) tržišta pokazuju stanja na tržištu akcija. Dow Jones Industrial Average izračunava se na temelju zaključnih tečajeva na NYSE i odnosi se na američku privredu. Izračunava se posebnom formulom u koju su uvrštene cene akcija 30 reprezentativnih (blue chip) američkih korporacija. Objavljuje se dnevno. Dow-Jonesov kompozitni indeks obuhvata 65 kompanija. Postoje i dva posebna Dow-Jonesova indeksa - za područje prevoza i za komunalne usluge. Standar&Poor's 500 indeks zasniva se na cenama akcija 400 industrijskih, 40 finansijskih, 20 prevozničkih i 40 kompanija komunalnih usluga.

[39] Over - the - counter = trgovanje preko tezge, šaltera, sporedno tržište.

Indikator kretanja cena na OTC tržištu je posebni složeni indeks udruženja dilera. Posebne indekse imaju tokijska, londonska, njujorška, ciriška i druge berze.

1) TRŽIŠTE NOVCA ILI NOVČANO TRŽIŠTE

Novčanom tržištu je zadatak trajno i svakodnevno snabdevanje banaka novcem kao prometnim i pretežnim sredstvom kako bi one postigle likvidnost kojom se omogućavaju tekuća plaćanja njihovih komitenata. Na ovom tržištu trguje se bankovnim likvidnim rezervama i kratkoročnim vrednosnim papirom tj. novcem i "skoro novcem" (near money). Likvidne rezerve kod centralne ili poslovnih banka pozajmljuju se na tržištu novca (money parket loans) na kratke rokove od jednog do nekoliko dana (dnevni novac i novac... - dayly money, overnight money), na više dana, do opoziva (call money) na mesec ili više meseci. Novac pozajmljuju banke međusobno. Centralne banke mogu i ne moraju sudelovati na ovom tržištu. Ponekad na tržištu novca sudeluju i nebankarski subjekti - ostale finansijske institucije i velike korporacije.

Tržište kratkoročnih vrednosnih papira (money market papers) drugi je segment novčanog tržišta.

Na njemu se trguje kratkoročnim dužničkim vrednosnim papirima s rokom do 1 godine. Instrumenti ovog tržišta su blagajnički zapisi ministarstva finansija, Centralne banke i banaka, certifikati o depozitu, komercijalni papiri (zapis), bankovni akcepti, sporazumi o reotkupu (REPs).

Privredna funkcija novčanog tržišta je prilagodavanje likvidnosti banaka ali i ostalih učesnika. Instrumenti novčanog tržišta imaju kratke rokove dospeća, mali rizik nenaplate i visokog su stepena utrživosti.

Novčano tržište nema čvrstu institucionalnu straktura i formalnu organizaciju. To je skup različitih tržišta i specijalista, nepersonalno je, kompetetivno i veleprodajno. Trguje svako sa svakim, posluje se "na reč" - telefonom, teleksom, telefaksom. Uz nacionalna, egzistira i kao svetsko tržište likvidnosti. Osim održavanja likvidnosti, omogućava i ukamaćivanje kratkoročnih viškova novca, smanjujući oportunitetni trošak njihova držanja u likvidno obliku.

2) TRŽIŠTE KAPITALA

Tržište kapitala je skup institucija, finansijskih instrumenata i mehanizama pomoću kojih se dugoročna slobodna sredstva štednje prenose od suficitarnih ka deficitarnim subjektima koje ulažu u fiksne fondove i opremu. Pozajmljujući na tržištu kapitala, deficitarne jedinice ulažu tako prikupljena sredstva u razvoj, što će omogućiti budući tok prihoda iz kojih će se pozajmljena ili uložena sredstva vraćati zajedno s prinosima (kamata, dividenda i sl.).

Na ovom tržištu kupuju se i prodaju finansijski instrumenti s dospećem preko jedne godine: korporacijske obveznice, državne obveznice i obveznice lokalnih vlasti, hipotekarne obveznice i note, korporacijske deonice, dugoročni krediti. Primarni uzajmljivači emituju dužničke instrumente ili deonice koje direktno ili preko

institucionalnih investitora kupuju uglavnom domaćinstva i pojedinci kao nosioci viškova finansijske štednje. U indirektnom sastavu finansiranja, vrednosne papire kupuju ili kredite odobravaju finansijski posrednici. Osim nabrojanih učesnika, na tržištima kapitala sudeluju i investicione banke. BD institucije, ustanove kreditnog rejtinga, regulatorne i nadzorne ustanove. Tržište kapitala podrazumeva i primarno i sekundarno tržište, što uključuje berze i OTC tržišta.

Hipotekarno tržište je podvrsta tržišta kapitala ali i njegov najvažniji pojedinačni oblik u razvijenim zemljama.

Hipotekarni kredit posebna je vrsta dugoročnog kredita. Banke i specijalizovane organizacije odobravaju ih građanima i preduzećima na osnovu pokrića u nekretninama. Vraćanje kredita osigurano je realnim pokrićem dužnika: stambenim i privrednim zgradama, poslovnim prostorom, skladištima, zemljištem. Visoki iznosi i dugi rokovi odobrenih hipotekarnih kredita imobiliziraju aktivu kreditora. Potraživanjima osiguranim hipotekom stoga se trguje na sekundarnom tržištu. To se odnosi na standardne hipotekarne kredite, a još više na raznovrsne sekuritizovne oblike hipotekarnog kredita. Razvoju ovog tržišta znatno je kroz sistem osiguranja hipotekarnih kredita pomogla država.

Na osnovu odobrenih hipotekarnih kredita i budućeg priliva po otplatama glavnice i kamata emituju se dužničke hartije od vrednosti (obveznice i note) ili certifikati i rasprodaju javnosti. Takve hipotekarne obveznice apsorbuju sve veće iznose kapitala na tržištu. Nazivaju se MBB (mortgage - backed bonds), a pojavljuju u obliku MPT (mortgage pass - through), MPTB (mortgage pay - Through bonds) ili kao certifikati (PC) koji predstavljaju deo vlasništva u skupu hipotekarnih kredita.

Iako su dva različita tržišta s posebnim osobinama i funkcijama, tržište kapitala i novčano tržište povezani su na sledeće načine:

Zavisno o investicionoj politici i prinosima, investitori mogu raspoloživa novčana sredstva usmeravati na oba tržišta.

Korisnici se mogu pojavljivati na oba tržišta i kombinovati različite instrumente pribavljanja sredstava.

Novčana sredstva stalno cirkulišu (prelivaju se) između ta dva tržišta.

Neki učesnici uzimaju aktivnog učesnika na oba tržišta (brokeri, dileri, investicione banke, investitori).

Svi dugoročni instrumenti pred dospeće postaju kratkoročni i mogu biti predmet kupoprodaje na novčanom tržištu.

Prinosi na oba tržišta su u međusobnoj vezi i učesnici vode o tome računa "pomičući" se s tržišta na tržište.[40]

3) DEVIZNO ILI MEĐUNARODNO TRŽIŠTE

Devizno je tržište deo ukupnog finansijskog tržišta na kojem se prema utvrđenim uslovima i pravilima trguje stranim valutama, odnosno razmenjuju

[40] Prema Dougall H.E.: Capital Markets and Institutions, Prentice - Hall, Englewood Cliffs. N. Yesey, 1980.

devize.[41] Osnovni zadatak mu je da snabdeva učesnike stranim sredstvima plaćanja za plaćanje uvoza i izvoza. Devizni kurs se formira, kao i cena svakoj drugoj robi, pod uticajem ponude i tražnje i predstavlja cenu jedne jedinice strane valute izraženu brojem jedinica domaće valute.

Devizno tržište ne postoji kao organizovano centralno mesto trgovanja već ga čini svetska mreža učesnika međusobno povezanih savremenim komunikacijskim sredstvima (telefon, teleks, telefaks, satelitske veze). Trgovanje se odvija na specijalizovanim deviznim berzama i u sastavu međusobno povezanih banaka, što objedinjeno čini 24-satno svetsko devizno tržište. Najvažniji učesnici su velike komercijalne banke, brokeri i dileri specijalizovani za trgovinu devizama, komercijalni kupci deviza - multinacionalne korporacije, centralne banke. Najveći promet obavlja se preko specijalizovanih brokera devizama na međubankarskom tržištu, koji povezuju banke uz nisku proviziju. Velike komercijalne banke su "market makersi" tog tržišta, spremni u svakom trenutku kupiti i prodati devize po određenoj ceni.

Preduzeća, manje banke i filijale stranih banaka ne sudeluju na deviznom tržištu direktno već se stranim sredstvima plaćanja snabdevaju preko otvorenih kreditnih linija kod velikih banaka.

Svetski finansijski centri ujedno su i najvažniji centri trgovanja devizama. To je tržište potpune konkurencije, jer na njemu sudeluje mnoštvo učesnika, a broj transakcija je veliki, tako da nijedan pojedinac ne može veličinom svojih transakcija sam bitnije uticati na cenu i količinu.

Transakcije na deviznom tržištu odvijaju se kao l) Transakcije između komercijalnih banaka i njihovih komitenata, 2) Devizne transakcije među komercijalnim bankama u zemlji, 3) Transakcije komercijalnih banaka sa svojim filijalama u inostranstvu ili s korespodentima u inostranstvu i 4) Devizne transakcije među centralnim bankama radi uticaja na kurseve i na kretanje kapitala.

Cene koje se formiraju na deviznom tržištu su dvojne: a) Ponuđene (bid) cene po kojima je kupac spreman kupovati devize i b) Zahtevane (offered ili asked) cene po kojima je prodavalac spreman prodavati devize. Razlika među njima je marža (spread). Dnevne cene pojedinih deviza izražene u kursu notiraju po vrednosti (direktno) i njima se označava vrednost deviza u valuti domaćeg tržišta i indirektno (retko) pri čemu se navodi koliko je deviznih jedinica potrebno dati za jedinicu domaće valute.

4) VREMENSKI TROŠAK NOVCA

Promptno (spot) devizno tržište zadovoljava funkciju devizne likvidnosti transaktora, a predstavlja devizne aranžmane s dnevnom cenom i izvršenjem zaključne transakcije u roku dva radna dana. Terminsko (forward) devizno tržište

[41] Devize su sredstvo međunarodnih plaćanja. One su potraživanja od druge zemlje koja glase na stranu valutu, stečena po bilo kojoj osnovi 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 odskora i u obliku elektronskih izveštaja o međunarodnim dugovanjima i potraživanjima.

obuhvata transakcije s isporakom deviza preko 2 dana, s efektivnom realizacijom u standardnim ugovorenim rokovima od 30, 90 ili 180 dana. Nova devizna tržišta povezana su vorkiranjem (covering), zaštitom (holding) i eliminisanjem (swoping) deviznih rizika.

GLAVA TREĆA

DETERMINANTE, ELEMENTI I FUNKCIJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

1. FUNKCIJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Finansijska teorija i politika uglavnom su došli do spoznaje i stava da ne može biti efikasnog sistema finansiranja i kreditiranja reprodukcije (makro i mikro nivoa) ukoliko ne postoji organizovano i ne funkcioniše finansijsko tržište. Robna privreda funkcioniše kao specifičan mehanizam i sinteza niza specifičnih tržišta: roba, usluga, rada, tehnologije, informacije, novca, deviza i kapitala.

Finansijskog tržište se javlja kao mehanizam koji treba da dovede do optimalne alokacije finansijskih sredstava i na uravnotežavanje ponude i tražnje novca i kapitala. Finansijsko tržište preko monetarne politike i monetarnme ravnoteže pozitivno utiče i na dinamiku i strukturu ekonomskog rasta i njegovu stabilnost.

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, alokaciju akumulacije, kod subjekata koji štede, da bi zadovoljili odgovarajući obim, strukturu i kvalitet investicija kod investitora.

Finansijsko tržište treba da približi vlasnike novca i kapitala i investitore, subjekte da taj kapital (uz odgovarajuću cenu) prihvate i racionalno (profitabilno) investiraju.

Redovno postoji asimetrija u pogledu formiranja štednje (subjekti, mesta, vreme) i procesa investiranja. Ta asimetrija se može smanjiti na nekoliko načina i mehanizama:

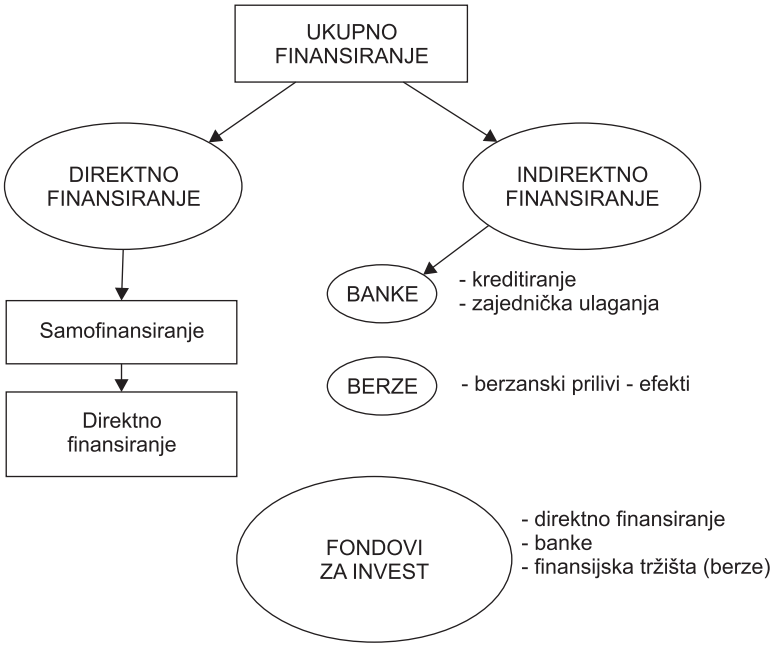
- alokacija štednje preko budžeta,
- alokacija preko posebnih fondova,

- alokacija preko bankarskog sistema,
- finansijsko tržište (koje predstavlja sintezu tržišta novca, kapitala i deviza).

Proces finansiranja, odnosno pretvaranja novčane akumulacije (štednje u investicije, može se ostvariti na nekoliko načina:

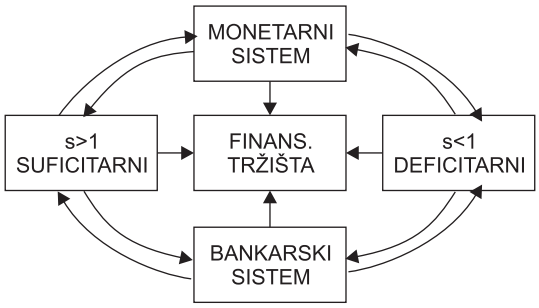
- Samofinansiranje ili interno finansiranje,
- Direktno finansiranje, pri čemu nosioci slobodnih novčanih sredstava stupaju u direktne odnose sa investitorima,
- indirektno finansiranje - preko posredničkih finansijskih institucija. Drugi i treći način finansiranja se redovno odvija preko finansijskog tržišta. Stoga se finansijsko tržište i predstavlja kao mehanizam transfera štednje i sredstava fondova od suficitarnih ka deviditarnim privredama i drugim subjektima. To je osiguravanje kretanja ponude i tražnje finansijskih sredstava. Razvijeno finansijsko tržište podrazumeva masovnost subjekata, ravnopravnost finansijskih instrumenata i različite oblike prelivanja finansijskih i realnih sredstava.

NAČIN FINANSIRANJA - PRENOŠENJE ŠTEDNJE NA INVESTICIJE
UKUPNO FINANSIRANJE



Proces prenosa finansijskih sredstava (štednje) od suficitarnih subjekata ka deficitarnim može se piikazati na sledeći način:

POVEZANOST SUFICITARNIH I DEFICITARNIH SEKTORA U PRIVREDI I TRŽIŠTA NOVCA I KAPITALA



U savremenim privredama, koje karakteriše tržišni metod alokacije finansijskih sredstava jasno se vidi uloga i suština finansijskog tržišta, kao specifične tržišne institucije. Finansijsko tržište je specifično tržište budući da se na njemu trguje specifičnom robom - novcem, kapitalom, hartijama od vrednosti, valutama i devizama.

Finansijsko tržište je jedino u stanju da vrši koncentraciju i efikasnu disperziju štednje, da vrši disperziju rizika i diversifikaciju i rangiranje investicionih projekata.

U ostvarivanju svoje alokativne funkcije finansijsko tržište osigurava dve bitne funkcije:

1. Osigurava optimalnu strukturu proizvodnih i drugih aktivnosti,
2. Opredeljuje i unapređuje efikasnost svakog projekta (efikasnost investicija).

Finansijsko tržište mobilizira finansijske viškove kod institucionalnih sektora (preduzeća, država, stanovništvo, inostranstvo) i alocira ih, odnosno preliva tražiocima u tim sektorima. To je najbolji način na finansijskom tržištu se obavljaju sledeće operacije:

1. Kupovina i prodaja kratkoročnih novčanih sredstava i kratkoročnih hartija od vrednosti,
2. Dugoročna novčana sredstva i dugoročne hartije od vrednosti,
3. Uzimanje i davanje kratkoročnih i dugoročnih deviznih sredstava (kredita).

Svi poslovi na finansijskom tržištu mogu biti promptni ili gotovinski (kasa), pri čemu se svaka novčana ili kapitalna transakcija izvršava odmah ili u roku od dva do pet radnih dana, ali i terminski pri kojima se kupovina i prodaja realizuje u tačno unapred utvrđenom roku (koji počinje da teče od roka utvrđenog za promptne poslove).

Svako nacionalno i međunarodno finansijsko tržište vrši određene funkcije:

1. Alokativna funkcija, tržišno alociranje slobodnih finansijskih sredstava,
2. Održavanje određenog stepena likvidnosti privrednih i drugih subjekata -učesnika na finansijskom tržištu,

3. Funkcija brzog osiguravanja potrebnih sredstava za proširenu reprodukciju (preduzeća, privrede u celini),
4. Funkcija održavanja stabilnosti kupovne snage novca u privredi i intervalutarne vrednosti novca, a time i privrede u celini.
5. Osiguravanje racionalnog korišćenja finansijskih sredstava i efikasno usmeravanje po tržišnim kriterijima,
6. Omogućavanje određene strukturne imovine preduzeća, korporacija i drugih firmi (likvidna, manje likvidna, realna imovina, finansijska ulaganja i dr.) i njihova brza izmena u zavisnosti od poslovne politike preduzeća, ali i opšte ekonomske situacije u privredi i privrednih trendova.

2. DETERMINANTE I ELEMENTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

Osnovne determinante razvoja i efikasnog funkcionisanja finansijskog tržišta (tržišta novca i kapitala) mogu se svesti na sledeće:

1. Pluralizam vlasničkih odnosa i isti tretman svih oblika vlasništva,
2. Tržišni uslovi privređivanja,
3. Sloboda privrednih subjekata u određivanju i provođenju svoje poslovne politike,
4. Poslovne banke kao samostalni finansijski subjekti i razvijen bankarski sistem,
5. Razvijen finansijski sistem,
6. Široka lepeza hartija od vrednosti,
7. Formiranje cene hartija od vrednosti na finansijskom tržištu u zavisnosti od odnosa ponude i tražnje,
8. Postojanje jedinstvenog finansijskog tržišta,
9. Stabilnost kupovne snage novca i deviznog kursa,
10. Visok stepen samostalnosti centralne banke,
11. Otvorenost domaćeg tržišta novca i kapitala i njegova povezanost sa međunarodnim tržištem novca i kapitala,
12. Visok stepen koncentracije i centralizacije finansijskih sredstava (posebno u dobrom i zdravom bankarskom sistemu),
13. Pravna država i poštovanje zakona,
14. Dovoljno visok stepen razvoja privrede i društva i visok nivo per capita dohotka iz kojih se može formirati dovoljan nivo nacionalne štednje (ponude kapitala).

Svi navedeni faktori i determinante finansijskog tržišta u osnovi zavise od karaktera privrednog sistema i razvoja finansijskog sistema (a u okviru njega bankarskog sistema).

U pogledu mogućnosti razvoja instrumenata finansijskog tržišta, sva sredstva se mogu podeliti na:

1. Kratkoročna sredstva, 2) Srednjoročna i 3) Dugoročna sredstva. Iz navedenog razloga finansijsko tržište se deli (odnosno čine njegov konstitutivni deo) sledeća parcijalna tržišta:
2. Tržište novca i kratkoročnih hartija od vrednosti,
3. Tržište kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti,
4. Devizno tržište,
5. Berze kao specijalizovana tržišta hartija od vrednosti.

Sva ova tržišta ne funkcionišu odvojeno, već su tesno povezana, a događaji i promene na jednom vrlo brzo se prenose na druga tržišta. Radi se, dakle, o jedinstvenom finansijskom tržištu.

3. VREDNOST HARTIJA OD VREDNOSTI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU[42]

Hartije od vrednosti u svakoj robnoj privredi imaju nekoliko oblika vrednosti:

1. *Nominalnu vrednost,* izraženu na hartiji od vrednosti,
2. *Knjigovodstvenu* vrednost,
3. *Tržišnu vrednost.*

Nominalna vrednost je vrednost koja je utvrđena prilikom emitovanja svake hartije od vrednosti.

Knjigovodstvena vrednost je ona po kojoj su hartije od vrednosti uvedene u knjigovodstvene knjige.

Tržišna vrednost je ona koja se formira na finansijskom tržištu u zavisnosti od ponude i tražnje nakon emisije hartije od vrednosti, dakle na sekundarnom tržištu.

Nominalna i knjigovodstvena vrednost su dosta značajni pri određivanju uticaja i interesa vlasnika kapitala (hartija od vrednosti), posebno u slučaju da

[42] Na tržištu kapitala razvijenih tržišnih privreda danas se javljaju sledeći oblici hartija od vrednosti: državne obveznice (kratkoročne, srednjoročne, dugoročne), bankarske obveznice, obveznice federalnih agencija, obveznice lokalnih organa, strane obveznice, euroobveznice, hipotekarne obveznice, korporacijske obveznice, zapisi, akcije, finansijski terminski indomenti (fjučersi, opcije), (SAD, V. Britanija, Nemačka, Japan, Švajcarska, Francuska i dr.).

dođe do likvidacije preduzeća, ali i u upravljanju i raspodeli ostvarenog profita (dividendi).

Tržišna vrednost se javlja kao posedica odnosa ponude i tražnje novca i kratkoročnih hartija od vrednosti na novčanom tržištu, a dugoročnog kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti i drugih instrumenata finansiranja.

Valutiranje hartija od vrednosti se zasniva na diskontiranom novčanom primanju od ulaganja u hartije od vrednosti, a to znači da se polazi od sadašnje vrednosti novčanih ulaganja. Iz toga razloga kada se ocenjuje tržišna vrednost hartija od vrednosti treba uzeti u obzir:

1. Novčana ulaganja u hartije od vrednosti,
2. Diskontna stopa koja se primenjuje na ta ulaganja.

Pri tome treba imati u vidu da li su ulaganja u hartije od vrednosti sa fiksnom cenom (kamatom) ili sa varijabilnim prinosom (dividendom).

Diskontna stopa treba da pokaže da li primanja od ulaganja i hartije od vrednosti odražavaju cenu kapitala na finansijskom tržištu za određeni rizičan period ulaganja. Pri samom utvrđivanju diskontne stope polazi se od kamatne stope na nerizična ulaganja (depoziti banaka), uvećani za određenu stopu rizika.

Obično se u određivanju tržišne cene hartija od vrednosti koristi sledeća formula:

$$W = \sum_{t=0}^{T} \frac{Pt}{(1+K)^t}$$

pri čemu je:

W - tržišna vrednost hartija od vrednosti
Pt - primanja od ulaganja u hartije od vrednosti
t - period isplata
T - vreme amortizacije hartije od vrednosti
K - tržišna kamatna stopa na kapitalizaciju

Tržišna vrednost hartije od vrednosti jednaka je sumi diskontovane vrednosti ulaganju hartije od vrednosti.[43]

Pri određivanju tržišne vrednosti obveznica je jednostavnije. Ono uzima u obzir kamatu na obveznicu, način amortizacije i dogovoreni rok. Stoga tržišna vrednost obveznice zavisi od minimalne kamate (kuponska kamatna stopa) i tržišne kamatne stope, uz uzimanje u obzir dužine vremena i načina amortizacije.

Tržišna vrednost obveznice se može odrediti po sledećoj formuli:

$$W_b = i\frac{(1+K)t-1}{(1+K)^t \cdot K} + N_b \frac{1}{(1+K)t}$$

Wb - tržišna vrednost obveznice
i - nominalna kamata obveznice
t - vreme amortizacije

[43] Franks, R. - Broles, J.: Modern Managerial Finance, John Wiley and Sons, New York, 1979.

K - tržišna kamata na kapitalizaciju
Nb - nominalna vrednost obveznice (Bonds).

Tržišna vrednost obveznice sa jednokratnim dospećem jednaka je diskontu periodičnih primanja od kamate na obveznice uvećana za diskontovanu nominalnu vrednost obveznice koja će se isplatiti u periodu trajanja obveznice.

Tržišna vrednost akcija redovno sadrži i mogućnost da se ova vrednost dosta razlikuje od nominalne. Ona je određena delovanjem sledećih faktora:

1. Nominalne vrednosti akcija,
2. Kamatne stope koju plaćaju banke na štedne uloge,
3. Visine stope dividende.

Tržišna cena akcija imajući u vidu navedene faktore izračunava se na sledeći način:

$$P = N\frac{D}{r}$$

P - tržišna cena akcija
N - nominalna vrednost akcija
D - stopa dividende
r - kamatna stopa na štedne uloge

Ako je, na primer, nominalna vrednost akcije 5.000 dinara, kamatna stopa 6%, a stopa dividende 8%, prema gornjoj formuli tržišna cena akcija je sledeća:

$$P = N\frac{D}{r} = 5000\frac{86}{} = 6666,7$$

To znači da ako banka plaća godišnje 6% na štedne uloge, a akcija nosi 8% dividende, tada se štediši isplati da plati za akciju svaku cenu do 6.666,7 dinara pošto se taj iznos izjednačava sa prinosom od uloga na štednju kod banaka (5.000 x 8% = 400 jedinica dividende i 6.666,7 . 6% = 399,9 kamata). Tada je prinos na akcije jednak ukupnom iznosu kamate na uložena sredstva (sigurni, nerizični plasman) kod banaka. To je granični prinos.

Ako je kamataa stopa jednaka ili veća od stope dividende tada vlasnik kapitala (štednje) nema interes da ulaže u kupovinu akcija, jer tu postoji i određena stopa rizika, za razliku od ulaganja u banke kao sigurno ulaganje. Vlasnik novca će tada da se odluči da novac uloži na štednju kod banke.

Pri određivanju tržišne cene akcija treba imati u vidu da uz obične akcije postoje i preferencijalne. Kod običnih akcija prihod od dividende je varijabilan zbog posebnog položaja običnih akcija u raspodeli finansijskog rezultata i likvidacione mase u slučaju stečaja (ovaj problem smo šire razmotrili na drugom mestu). Veći rizik ulaganja u obične akcije traži i višu stopu tržišne valorizacije.

Osnovna poslovna filozofija akcionarskog društva jeste peimanentno uvećavanje kapitala i visokprofit iz koga će se uredno isplaćivati dividende akcionarima. Dividenda se time izražava kroz sledeći odnos:

$$Dt = D_0 (1 + r)t$$

pri čemu je:

Dt - dividenda u vremenu "t",
D_0 - bazna dividenda,
r - stopa rasta dividende,
t - vreme

Iz navedenog se može izraziti i tržišna vrednost obične akcije:

$$Ws = \frac{D_1}{K - r} \cdot K > r$$

Pri čemu je:

Ws - tržišna vrednost obične akcije
Dl - prva isplaćena (ili očekivana) dividenda
K - tržišna stopa kapitalizacije
r - stopa rasta dividende

Pošto uloženi kapital u preferencijalne akcije predstavlja stalni izvor finansiranja akcionarskog preduzeća, što znači da je i investitor u korištenju dividende od ovih akcija bez vremena ograničenja. Zbog toga je tržišna vrednost preferencijalne akcije u stvari sadašnja vrednost preferencijalne dividende koja se isplaćuje neograničeno.

Tržišna vrednost preferencijalne akcije se može izraziti na sledeći način:

$$Wp = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)2} + \frac{D_3}{(1+K)3} + ... + \frac{D_r}{(1+K)t}$$

Iznosi dividendi u pojedinim sekvencama vremena kada se isplaćuju su konstantni (Dl = D2 = D3 ... = Dt). Na osnovu toga tržišna vrednost preferencijalnih akcija može se jednostavno izraziti kao odnos

Wp+D/K

Dakle, tržišna cena ove akcije jednaka je odnosu ukupno isplaćene dividende (D) i tržišne stope kapitalizacije (K).

4. KAMATA, PRINOSI I CENE HARTIJA OD VREDNOSTI

Kakav je odnos kamatne stope i stope prinosa na hartije od vrednosti? Kakav je odnos kamate i stvarnog prinosa na obveznice? Kakav je odnos kamate i dividende na akcije?

Stopa prinosa obveznica se može iskazati na više načina: kao stopa kupona (coupon rate), kao tekući prinos i kao prinos prema dospeću. "Prva stopa predstavlja prinos po jednoj denominovanoj obveznici ("par value"). Ako je vrednost denominovane obveznice 1000 novčanih jedinica, ugovorena stopa prinosa 5%, tada će godišnji prinos holdera iznositi 50 novčanih jedinica. Tekući prinos se dobija deljenjem prinosa denominovane obveznice sa indeksom tržišnih cena. Egzaktni indikator prinosa obveznica dobija se na bazi koncepta dospeća. Prinos na bazi koncepta dospeća se smatra najboljim indikatorom prihvatljivosti investicija u hartije sa fiksnim prihodima. Prinos i cene obveznica su inverzne kategorije: kada su cene obveznica niže stopa prinosa će biti veća i obrnuto. Kada nastupi proces povećavanja tržišnih kamatnih stopa usledиće pad cena obveznica, dok će smanjivanje tržišnih kamatnih stopa povećati cene obveznica. Osnovni rizik investiranja u obveznice nastaje usled divergentnog kretanja cena i kamata i nesigurnosti procene budućeg kretanja kamata na tržištu. Tipična obveznica sadrži tri bitna elementa: nominalnu vrednost ("face of par value"), rok dospeća ili otkupa ("maturity of redemption date") i stopu prinosa denominovane obveznice ("coupon rate"). Izdavaoci obveznica (debitori) imaju obavezu plaćanja jednakih kamatnih iznosa i otkupa obveznice o roku dospeća. Za holdere je bitna totalna stopa prinosa, kao pokazatelj investicionog oportuniteta. Na finansijskom tržištu je bitna cena obveznica odnosno spremnost subjekata da plate određenu cenu jedne obveznice.

Međuzavisnost kretanja prinosa i cena obveznica može se ilustrovati sledećim primerom. Određeno preduzeće je izdalo obveznicu sa nominalnom vrednošću od 1000 novčanih jedinica, stopom prinosa od 10% godišnje i dospećem od dve godine. Godišnje kamatne obaveze preduzeća biće 100 novčanih jedinica, a finalno plaćanje jednako nominalnoj vrednosti obveznice. Ravnotežna tržišna cena obveznice dobija se metodom sadašnje vrednosti i korišćenjem tržišne kamatne stope (i), koja može odstupati od ugovorene stope prinosa obveznice u oba pravca. Ravnotežna cena na tržištu biće određena sledećom relacijom:

$$PVB = \frac{100}{1+i} + \frac{100}{(1+i)^2} + \frac{1000}{(1+i)^2}$$

Prva dva člana na desnoj strani relacije predstavljaju sadašnju vrednost prinosa, a poslednji član sadašnju vrednost finalnog plaćanja otkupa obveznica. Pokazuje se da će u uslovima jednakosti tržišne i ugovorene (kuponske) kamatne

stope sadašnja vrednost obveznice biti istovremeno sa nominalnom vrednošću (1000 novčanih jedinica). Tržišna cena obveznica biće ravna nominalnoj vrednosti i njena realizacija biće "at par" ili "face value". Ako se formira tržišna kamatna stopa od 12%, sadašnja vrednost obveznice pašće na svega 966, 20 novčanih jedinica, što će biti faktička tržišna cena odnosno "below par". Depresirana cena obveznice nastaće kao rezultat smanjenih prinosa investitora (holdera) usled većih tržišnih kamatnih stopa prema fiksnoj stopi prinosa kupona. Da bi se isplatilo investiranje u takvu obveznicu neophodno je smanjenje njene tržišne cene do nivoa koji ponovo izjednačava alternativne tržišne prinose.

Cene obveznica se najčešće izražavaju u procentima od nominalne vrednosti. Tako kada se navede uz obveznicu procenat od 95.55, to će značiti da će obveznica sa nominalnom vrednošću od 1000 novčanih jedinica imati cenu od 955.50 novčanih jedinica. Kupovina takvih obveznica nosi veći prinos od nominalno utvrđenog. Obveznice sa 100 procentnom vrednošću "par value" imaju tržišnu cenu ravnu nominalnoj vrednosti. Sve druge tržišne vrednosti obveznica daju različite prosečne stope prinosa u odnosu na nominalno utvrđene. Banke i ostali subjekti mogu koristiti specijalne tabelarne preglede povezanosti između cena i faktičkih stopa prinosa obveznica. Iz razlike između nominalne stope prinosa (naznačene u obveznici) i faktičke stope prinosa sagledava se oportunost investiranja u ove hartije.

Generalna odlika prinosa od obveznica jeste da se mogu znatno razlikovati u odnosu na fiksirane uslove pri njihovom izdavanju. Relacija efektivnih prinosa obveznica u tranzistornom periodu je sledeća:

$$RET = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Gde je:

RET - prinos držanja obveznica u periodu t do t + 1
Pt - cena obveznica u periodu t
Pt + 1 - cena obveznice u periodu t + 1
C - prinos kupona obveznice

Gornja relacija pokazuje oportunitet ulaganja u obveznice u tranzitornim periodima. U periodu t se kupuju a u periodu t + 1 prodaju obveznice, na osnovu čega se sagledava ukupan efekat na prinose investitora. Gonjja relacija se često prikazuje dualno: kao stopa tekućeg prinosa obveznice i kao stopa kapitalne dobiti. Stopa tekućeg prinosa dobija se na osnovu odnosa prinosa kupona (C) prema ceni kupljene obveznice (Pt):

$$ic = C/P_t$$

Stopa kapitalne dobiti (gubitka) dobija se iz odnosa varijacija tržišnih prema inicijalnim cenama obveznica:

$$g = Pt + 1 - Pt/Pt+1$$

Usled toga se relacija RET može iskazati i na sledeći način:

$$RET = ic + g$$

kod čega ic pokazuje stopu tekućeg prinosa ("current yield"), a g stopu kapitalne dobiti (gubitka). Ukupan prinos investicija u obveznice je determinisan odnosima fiksiranih i tržišnih kamata i fluktuacijama tržišnih prema nominalnim cenama obveznica. Na osnovu sagledavanja osetljivih relacija cena i prinosa obveznica zaključuje se da su ove varijable znatno više oscilatorne kod dugoročnih nego kod kratkoročnih obveznica. Prinos izjednačen sa inicijalnim može se očekivati samo kod obveznica čije se dospeće izjednačava sa periodom držanja. Porast kamatnih stopa na tržištu obara cene obveznica i dovodi do gubitka kod investicija u obveznice sa dospećem iznad perioda držanja".[44]

Vrednost akcija preduzeća utvrđuje se po pravilu na osnovu prinosa koje akcije nose u fond dividendi, s tim što akcije nemaju rokove dospevanja i što se dividende isplaćuju samo u slučaju ostvarene dobiti. "Postoje tri osnovna oblika vrednosti akcija: a) *Nominalna;* b) *Bilansna* i c) *Tržišna ili kursna* ("intrinsic value"). Nominalna vrednost je zakonom utvrđena ili pak na osnovu podele početnog akcionarskog kapitala na odgovarajući broj akcija. U Zapadnoj Nemačkoj je zakonom određena najmanja vrednost od 50 maraka, dok se u anglosaksonskim zemljama nominalna vrednost utvrđuje podelom početnog kapitala. Bilansna vrednost se dobija na bazi dodavanja nominalnoj vrednosti akcija određene proporcije rezervnih fondova preduzeća. Većina akcionarskih preduzeća formiraju uz osnovni kapital i rezervne fondove: kada obim rezervnih fondova dostigne nivo osnovnog kapitala, tada je bilansna vrednost dvostrako veća od nominalne vrednosti akcija. Širi pristup uključuje ukupna sopstvena sredstva preduzeća (osnovni kapital + rezervni fond + neraspodeljeni profit + ostala sopstvena sredstva) i deli ih sa ukupnim brojem akcija da bi se dobila njihova bilansna vrednost.

Najvažnija je tržišna odnosno kursna vrednost akcija, koja se dobija na bazi sadašnje vrednosti anticipiranih prinosa (dividendi). Ova vrednost se smatra fundamentalnom odnosno unufrašnjom, jer ukazuje na razmere korisnosti akcija kao aktiva investitora. Aktiva koja ne nosi prinos nema tržišnu odnosno unutrašnju vrednost. Kapital uložen u akcije koje ne donose prinos (dividendu) ne bi imao nikakvu tržišnu vrednost. Prema ovom konceptu ukazuje se na osnovnu razliku između investitora i špekulanata. Investitori ulažu u one aktive koje se mogu u kratkom roku prodati na tržištu u cilju sticanja dobiti (profita). Investitori ulažu u dugoročne aktive, dok špekulanti kupuju aktive sa izgledima na brze prodaje. Najveći broj akcionara je zainteresovan za visinu tekućih i anticipiranih prinosa, dok su cene akcija manje relevantne. Međutim, kao i kod obveznica postoji inverzna povezanost između vrednosti (cene) akcije i stope prinosa (dividendi), usled čega je važno utvrditi funkcionalnu determinisanost cene akcija. Osnovna relacija koja pokazuje formiranje cena akcija je sledeća:

$$P = \frac{D^{+1}}{(1+r)} + \frac{D^{+2}}{(1+r)^2} + \ldots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D^{+1}}{(1+r^1)}$$

P - sadašnja cena deonice (akcije)

[44] Ibidem, str. 447 - 450.

D + 1 - prinosi po deonici u anticipiranom t periodu
r - anticipirana stopa prinosa kapitala

Cena akcija sa definitivnim fiksnim prinosima biće određena odnosima između ponuđenih dividendi preduzeća i anticipirane ili željene stope prinosa investitora. Ako je ponuđeni iznos dividende po deonici 5 novčanih jedinica, a anticipirana stopa prinosa investitora 10%, tada će cena deonice biti:

$$P = D/r = 5/0.10 = 50$$

Fundamentalna ili unutrašnja vrednost i tržišna cena akcija mogu biti identične, ali i različite. Na dugi rok bi tržišne cene bile na nivou fundamentalnih, a na kratke rokove postoje oscilacije tržišnih cena usled delovanja mnogih tržišnih, finansijskih i psiholoških momenata. Tržišna cena predstavlja tržišnu evaluaciju akcija, dok je fundamentalna određena evaluacijom samih investitora. Ovaj parametar je određen sledećim faktorima: likvidnošću, transakcionim troškovima, deobom, porezima, neplaćanjima i kamatnim rizicima uloženog kapitala investitora. Relativno veća zaštićenost dividendi u uslovima inflacije ima odgovarajući uticaj na formiranje cena akcija".[45]

Kotiranje je tržišno registrovanje cena deonica čiju najšim listu prezentira New York Stock Exchange. U pitanju su dve serije cena, i to: serija ponuđenih, odnosno traženih cena (bid - asked prices) i serija zaključenih cena (colsing prices). "Bid cene označavaju cene po kojima investitori mogu prodati akcije, a tražene cene su one po kojima oni mogu kupiti akcije. Performansnost cena akcija meri se specijalnim indeksima. Najpoznatiji tržišni indikator performansnosti cena jeste Dow Jones, koji daje indikatore cena za 30 najvećih korporacija SAD. Znatno reprezentativniji je tržišni indikator institucije Standard and Poor's, pod nazivom Index 500. Postoji i kompozitni indeks cena svih deonica na respektivnim berzama kapitala, koji daju zajednički najveće dve svetske institucije tržišta kapitala: NYSE (New York Stock Exchange) i ASEM (American Stock Exchange Market). Evaluacija cena akcija od strane investitora baziraće se na: 1) Očekivanim prinosima akcija u bilo kom periodu posmatranja; 2) Očekivanoj ceni na kraju relevantnog perioda: 3) Odgovarajućoj diskontnoj stopi, koja sintetizuje mreže stopa prinosa na tržištu kapitala. Cene i prinosi akcija formiraće se u tesnoj korelaciji sa odgovarajućim cenama i prinosima na tržištu obveznica. Bitni institucionalni momenti utiču na formiranje cena i prinosa akcija, kao što su mreže institucionalnih štediša i investitora, investicione banke, berze kapitala, nova tehnologija i sl. Određeni uticaj imaju i dugoročni trendovi formiranja cena akcija na tržištu, što se delom pretače u formiranje aktuelnih cena. Dugotrajniji inflacioni ciklusi mogu povećati cene akcija koje u ovim uslovima postaju privlačnija aktiva u odnosu na obveznice. Drastična smanjenja cena akcija mogu biti rezultat dubljih ekonomskih kriza i finansijskih potresa ili pak formiranja jakih špekulativnih operacija u uslovima najave stabilniji i određeni u sledećim osnovnim faktorima: stopa rasta realnog društvenog proizvoda, stopa dobiti (profita) prema nominalnom društvenom proizvodu i stopa inflacije. Dugoročni trendovi formiranja cena akcija u tržišnim ekonomijama predstavljaju važne faktore i indikatore formiranja stopa investicija,

[45] Ibidem.str. 451 -452.

ekonomskog rasta i povećavanja realnog bogatstva odnosno kapitala. Kao važni kratkoročni momenti formiranja cena akcija su kamatna stopa na finansijskom tržištu, nivo i stopa prinosa, efikasnost tržišnih institucija i poverenje investitora.

Diskontni vrednosni papiri se u pogledu formiranja cena i prinosa razlikuju u odnosu na finansijske instrumente tržišta kapitala (obveznice i akcije). U diskontne finansijske instrumente ubrajaju se pre svega državne kratkoročne hartije ("treasurz bills") i robne menice preduzeća, sa osnovnim karakteristikama kraćih rokova dospeća, visokog stepena utrživosti i likvidnosti. Usled toga tržišne banke rado ulažu slobodna sredstva u portfelje ovih hartija, posebno u državne hartije koje nose zavidan stepen pouzdanosti i transferibilnosti. Državne hartije imaju rokove dospeća od 3 do 12 meseci, a privredne menice do 90 dana. Na sekundarnom finansijskom tržištu kruži u okviru razvijenih zemalja masivan obim dva tipa kratkoročnih hartija. U SAD i V. Britaniji dominiraju državne kratkoročne hartije (obveznice, računi), dok u zemljama kontinentalne Zapadne Evrope preovlađuju menice iz robnog prometa. Stope prinosa državnih vrednosnih hartija imaju centralno mesto u determinisanju trendova kamatnih stopa na novčanim tržištima, što se objašnjava prvoklasnim kvalitetom i kvantitativnim ponderom ovih papira. Cene ovih hartija formiraju se na tržištu na tzv. umanjenoj osnovi, usled čega se i nazivaju diskontnim finansijskim instrumentima, a kamatni prinos je implicitno izražen u razlici između niže kupovne cene i više otkupne cene o roku dospeća. Ukoliko banke (holderi) preprodaju diskontne vrednosne papire u okvira ugovorenog roka dospeća, tada će se cena formirati između kupovne i otkupne (nominalne) cene u normalnim tržišnim uslovima. Svaka nova prodajna cena formiraće se iznad prethodne tržišne cene, a smanjivaće se nivo kamatnog prinosa svakog novog holdera. Tako će se formirati različita struktura cena i kamatnih prinosa na sekundarnom tržištu u skladu sa protekom dospeća, što će odrediti stope prinosa različitih holdera papira (investitora).

Cena i prinosi diskontnih vrednosnih hartija izračunavaju se na bazi sledećih varijabli:

V - vrednost na dan dospeća ("par value" ili nominalna),
n - broj dana do dospeća hartije,
d - bazični diskontni prinos u procentnim poenima,
D - diskontivnos u novčanim jedinicama,
P - tržišna cena,
i - stopa prinosa holdera (investicioni prinos).

Nominalna vrednost se iskazuje kao apoenska vrednost svake hartije, a kod obračuna najčešće se koristi bazična vrednost 100 novčanih jedinica. Stopa prinosa holdera kratkoročnih vrednosnih papira dobija se na bazi odnosa diskontnog iznosa i tržišne (kupovne) cene hartije. Stopa prinosa na portfelje vrednosnih hartija uvek je veća od bazične diskontne stope, što je rezultat niže tržišne cene u odnosu na vrednost hartija. Jednim delom, veća stopa prinosa u odnosu na diskontnu određena je i uobičajenom praksom korišćenja godišnje osnovice od 365 dana. Na sekundarnom tržištu cene kratkoročnih hartija od vrednosti su pod uticajem odnosa između ponude i potražnje, stepena organizovanosti tržišta, poslovnih motivacija posrednika (dilera), kompetitivnosti subjekata na tržištu i sl. Razlike

između ponuđenih (“bid”) i traženih (“asked”) cena naziva se maržom (“spread”), koja predstavlja bruto prinos trgovaca (dilera). Što je veći stepen kompetitivnosti na tržištu i što su kraći rokovi hartija to je niža margina dobiti na transakcijama. Na kratkoročnom tržištu SAD uobičajena margina u cenama je 1/32 procentna poena, dok se nivo margine na tržištu kapitala penje i do 1%”.

GLAVA ČETVRTA

AKCIONARSKA EKONOMIJA

1. AKCIJE I AKCIJSKI KAPITAL

Akcionarsko društvo je ekonomski subjekt koji se registruje kao preduzeće sa tačno određenim iznosom osnivačkog (akcionarskog) kapitala, uplaćenog od strane akcionara. Akcionarski kapital je podeljen na određeni broj akcija sa nominalnim iznosom, odnosno brojem akcionara vlasnika akcije koji su uplatili akcionarski kapital. U akcionarskom preduzeću kapital ostaje vlasništvo ulagača (akcionara). Moguće je uneti i imovinu kao deo u akcionarski kapital (zemljište, patenti, tehnologija, pravo na rentu, pravo na neisplaćenu dividendu i dr.). Na osnovu uloženog kapitala emituje se akcija (deonica). To je efekat koji se zasniva na akcionarskom kapitalu korporacije, kompanije, preduzeća. To je određeni deo osnovne glavnice kapitala. Spada u efekat sa promenljivim prihodom, budući da prihod od akcija isključivo zavisi od rezultata poslovanja akcionarskog draštva. Akcije nose sobom nematerijalna i materijalna prava. Nematerijalna prava su vezana za upravljanje korporacijom, odlučivanje o svim bitnim pitanjima poslovanja i poslovne politike. U materijalna prava spada: pravo na dividendu, pravo prvenstva u kupovini novoemitovanih akcija, pravo na adekvatan deo likvidacione mase kada se vodi likvidacioni postupak i dr.

Isplata dividende može se vršiti na tri načina:

1. Isplata u gotovom,
2. Isplata u imovini,
3. Isplata u vidu novih akcija.

Akcionarska društva u razvijenim tržišnim privredama preferiraju isplate u gotovom, ali i u novim akcijama, posebno kada preduzeće želi da uveća svoj akcionarski kapital. Retko se isplaćuje dividenda u imovini (robom koju proizvodi akcionarsko preduzeće).

Emitovanje akcija akcionarskog drrštva omogućava mu:

1. Finansiranje delatnosti zbog koje se osniva akcionarsko društvo,

2. Proširivanje delatnosti akcionarskog društva,
3. Distribucija vlasništva akcionarskog društva.

Akcije na makronivou, na nivou nacionalne privrede, omogućavaju pribavljanje slobodnih novčanih kapitala na finansijskom tržištu i njihovo alociranje u rentabilne svrhe.

Na samoj akciji mora biti naznačeno da je to akcija. Oblik, sadržina, izgled akcije utvrđuje statut akcionarskog društva.

Emisija i korišćenje akcija u jednoj nacionalnoj ekonomiji određen je nivoom razvoja ekonomije, nivoom razvoja finansijskog tržišta, posebno tržišta kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti, odnosno berzi, razvoj oblika vlasništva, tradicije u korišćenju hartija od vrednosti (emitovanja i korišćenja hartija od vrednosti).

2. VRSTE AKCIJA

U razvijenim tržišnim privredama sa razvijenim tržištem kapitala i razvijenim efektnim berzama javljanju se različiti oblici akcija. Uglavnom se mogu izdvojiti sledeće grupe:

1. Akcije na ime i na donosioca,
2. Akcije sa nominalnom vrednošću i bez nominalne vrednosti,
3. Obične i povlašćene (prioritetne) akcije,
4. Akcije sa garantovanom dividendom i bez garantovane dividende,
5. Akcije koje daju veći broj glasova, akcije sa kumulativnim pravom glasa, akcije sa ograničenim pravom glasa i akcije bez prava glasa,
6. Konvertibilne akcije,
7. Akcije sa odloženim plaćanjem dividende,
8. Nove akcije,
9. Otvorene i zatvorene akcije.

Karakteristike svakog od navedenih vrsta akcija nije potrebno šire objašnjavati.[46] Ovde ćemo dati samo osnovne karakteristike:

1) AKCIJE NA IME I NA DONOSIOCA

Vlasnik akcija na ime mora biti uveden u knjigu akcionarskog društva. Prenos prava vlasništva vrši se indosiranjem. Akcije na donosioca nije potrebno da se unose u knjigu akcija, kao ni evidentiranje o prenosu. Pri isplati dividende kod

[46] U tom pogledu videti šire: dr Tihomir Jovanovski: Finansijski pazar, Skoplje, 1994, str. 89 -91.

akcija na donosioca mora se zajedno sa zahtevom za isplatu da podnese i kupon za dividendu.

2) AKCIJE SA NOMINALNOM I BEZ NOMINALNE VREDNOSTI

Normalno je da kao deo ukupnog akcionarskog kapitala akcija glasi na određenu nominalu. Međutim, obzirom na to da se vrednost akcije stalno menja, odnosno da akcionarski kapital nije stalna i nepromenjiva vrednost, često se smatra da akcija može biti i bez nominalne vrednosti, međutim, to je redak slučaj.

3) OBIČNE I POVLAŠĆENE (PREFERENCIJALNE) AKCIJE

Obično se emituju obične akcije (common stock), koje nose uobičajena akcionarska prava, kao: pravo na upravljanje i pravo na dividendu.

Često se pristupa emisiji preferencijalnih (povlašćenih) akcija (preferred stock), koje imaju prednost u isplati dividende. Međutim, ove akcije često nisu sa pravom glasa. Ako dođe do stečaja preduzeća (firme) tada na red dolaze pre svega obveznice (sa stalnom kamatom), zatim povlašćene akcije i 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, a zatim akcije klase "B", suprotno tome. Za akcije klase "A" obično su zainteresovani mali akcionari koji nisu zainteresovani za upravljanje akcionarskim društvom.

Privilegovane akcije se mogu razlikovati. Tako postoje kumulativne povlašćene akcije kod kojih pravo na dividendu može da se akumulira u nekoliko godina i koja se može podići svakog momenta.

Kod svih akcija postoji i prednost u naplati dividende. Uz ovu akciju postoji i konvertibilna akcija, koja vlasniku omogućava da se ova akcija konvertuje (zameni) za običnu akciju, već po njegovoj želji i unapred poznatim uslovima.

Obične i povlašćene akcije mogu biti garantovane, a to je u slučaju kada za isplatu dividende garantuje neka banka ili korporacija (firma).

4) 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 neka od filijala velike firme, dok cela korporacija ili akcionarsko društvo garantuje dividende svoje filijale.

Akcije koje nemaju takvu garanciju su akcije bez garantovane dividende.

5) 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 svoga uloga, odnosno učešću u akcionarskom kapitalu firme.

6) KONVERTIBILNE AKCIJE

Konvertibilne akcije su takve koje mogu biti zamenjene, prema želji vlasnika, po unapred utvrđenim uslovima, u druge (često obične) akcije.

Pravo na konverziju je privilegija koju akcionarsko društvo konstituiše u korist određene grupe akcionara. Konvertibilne akcije su nekada i sa prioritetom u pogledu isplate dividende. Ove akcije imaju dva elementa: akcija i pravo konverzije. Vrednost konvertibilne akcije, bez obzira na ugrađeno pravo konverzije određuju isti faktori koji određuju vrednost drugih akcija.

7) AKCIJE SA ODLOŽENIM PLAĆANJEM DIVIDENDE

To su akcije kod kojih je unapred utvrđen rok u kojem se neće isplaćivati dividenda. Istekom utvrđenog roka dividenda se automatski konvertira u obične akcije.

8) NOVE AKCIJE DRUŠTVA

Nove akcije se emituju 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.

9) OTVORENE I ZATVORENE AKCIJE

U otvorene akcije spadaju sve vrste akcija određene za kupovinu i prodaju na finansijskom tržištu (tržištu kapitala). Zatvorene akcije su one koje su namenjen kupovini i prodaji među već postojećim akcionarima društva.

3. AKCIONARSKO DRUŠTVO

Akcionarsko društvo je u osnovi društvo kapitala. Bilo da se radi o korporaciji, preduzeću ili drugom obliku udruživanja kapitala, ovo društvo nastaje upisom kapitala na bazi emisije i prodaje akcija. Vlasnici slobodnog novčanog kapitala kupujući akcije postaju suvlasnici u akcionarskom društvu, ne odričući se vlasništva nad kapitalom.

Osnovni uslovi za funkcionisanje akcionarstva u okviru tržišne ekonomije jesu:

1. Postojanje privatnog vlasništva, koje se može bez teškoća transformisati u akcionarski kapital. To znači da u savremenoj privredi postoji pluralizam vlasništva - privatno, državno, zadružno vlasništvo,
2. Postojanje poverenja vlasnika privatnog kapitala u akcionarsko društvo, tržišne institucije i državnu regulativu (pravnu državu),
3. Prinos od akcija, determinisan opštim poslovnim uspehom akcionarskog društva, treba da bude dovoljno atraktivan da omogući proces transformacije pojedinačnih u koncentrisan akcionarski kapital,
4. Postojanje i funkcionisanje tržišta kapitala i hartija od vrednosti, posebno berzi koje moraju uspešno funkcionisati.
5. Postojanje jasne i sigurne državne regulative finansijskog tržišta i berzanskog poslovanja.
6. Postojanje uslova koji će sprečavati da dođe do erozije akcionarskog kapitala, odnosno društva. Sudbina vlasnika kapitala (akcionara) i menadžera potpuno je vezana za sudbinu i poslovne rezultate akcionarskog društva.
7. Postojanje visokog stepena ekonomske i političke stabilnosti akcionarske ekonomije, ali i zakonitosti robne proizvodnje.
8. Visok stepen otvorenosti i konkurentnosti nacionalne ekonomije u odnosu na inostranstvo.
9. Visok nivo ekonomskog razvoja, odnosno nacionalnog dohotka (ukupno i per capita) iz čega se može formirati dovoljan nivo ponude kapitala na finansijskom tržištu, bez čega ne može funkcionisati tržište kapitala i akcionarska ekonomija.
10. Postojanje dovoljno razvijenih finansijskih institucija (berze, investicione banke, investicioni fondovi i dr.) i finansijskih instrumenata tržišta kapitala (akcija, obveznice, fjučersi, svopovi i dr.), koji stvaraju dovoljno razvijenu finansijsku infrastrukturu, bez koje ne može uspešno funkcionisati ni jedno finansijsko tržište.

11. Dovoljno efikasna privreda i na osnovu toga dovoljno visoka dividenda, koja po ekonomskoj logici, mora biti veća od kamate na depozite kod banaka.
12. Razvijen, solventan i efikasan bankarski sistem, bez koga ne može biti razvijenog finansijskog tižišta i efikasne akcionarske ekonomije. Kupovinom akcija preko akcionarskog društva omogućava vlasnicima kapitala upravljanje kapitalom, poslovnom politikom korporacije, uz pravo na dividendu kao rezultat takve više ili manje efikasne politike.

4. AKCIONARSKI KAPITAL

Akcionarski kapital je osnova akcionarskog društva.

Kapital se formira osnivanjem društva i emisijom akcija. Na taj način fonnira se osnivački ili početni kapital, koji se kasnije određenim aktivnostima akcionarskog društva uvećava. Vlasnici kapitala, kupci akcija, odnosno ulagači novčanog kapitala, imaju status vlasnika, saglasno visini uloženog kapitala, uz pravo učešća u raspodeli ostvarenog profita (dividenda). Kako vlasništvo nad akcijama nosi pravo na dividendu, ona se najčešće ostvaruje odstupanjem nominalne od tržišne vrednosti akcije. To odstupanje je rezultat poslovnih rezultata akcionarskog društva, odnosno mase ostvarenog profita. Razlika između vrednosti po kojoj se kupuje i prodaje akcija i kapital koji je uložen u akcionarsko društvo pri njihovom inicijalnom kupovanju predstavlja fiktivni kapital.

Akcionarski kapital u svom funkcionisanju omogućava:

1. Pretvaranje novčanih sredstava u kapital i mogućnost njihovog kapitalizovanja,
2. Pretvaranje često pojedinačnih privatnih kapitala u akcionarski kapital, a time i proces podruštvljavanja kapitala,
3. Pravo upravljanja u akcionarskom društvu srazmerno visini uloženog kapitala,
4. Pravo na deo ostvarenog profita (dividende) srazmerno uloženom kapitalu,
5. Povlačenje iz akcionarskog društva preko prodaje akcija kupljenih od tog društva a time i povraćaj kapitala i izmenu njegovog oblika,
6. Permanentno menjanje vlasnika kapitala preko promene vlasnika akcija (kupovina i prodaja) bez da se ugrozi sam kapital i reprodukcija akcionarskog društva,
7. Permanentno vrednovanje kapitala na tržištu kapitala preko stepena racionalnog i efikasnog korišćenja kapitala.

5. FINANSIRANJE I BONITET AKCIONARSKOG DRUŠTVA

Kapital akcionarskog društva predstavljen je u akcijama koje se mogu prenositi (menjati vlasništvo), koje čine vlasništvo akcionara i njihovo pravo da upravljaju društvom (korporacijom, kompanijom, preduzećem), uz snošenje dela odgovornosti za obaveze društva - saglasno visini uloženog kapitala.

Emisija akcija i prikupljanje kapitala određeni su motivima koji su doveli do osnivanja društva. Na toj osnovi emisija i finansiranje korporacije mogu se vršiti na dva načina: 1) Otvorena emisija, 2) Ograničena emisija.

Otvorena emisija u stvari znači ponudu akcija javnim pozivom potencijalnim investitorima. Otvorena emisija može da se vrši direktno - kada prodaju akcija vrši samo društvo, ali i indirektno - preko neke investicione banke. Ako se vrši preko neke banke tada ona preuzima sve operacije pripreme, emisije, i distribucije akcija, preuzimajući, pri tome rizik za prodaju akcija. Ovaj oblik indirektne (posredničke) emisije obično traži i pripremu odgovarajućeg prospekta - koji sadrži sve elemente o emisiji i emitentu.[47]

Ograničena emisija akcija uglavnom je usmerena na sasvim određene kupce - poslovne banke, zavode za osiguranje, specijalizovane investicione fondove, neka druga akcionarska društva i sl. Ograničenoj emisiji se pribegava obično iz razloga da se osigura interes tih upisnika kapitala, ali i da se smanje troškovi emisije i posredovanja.

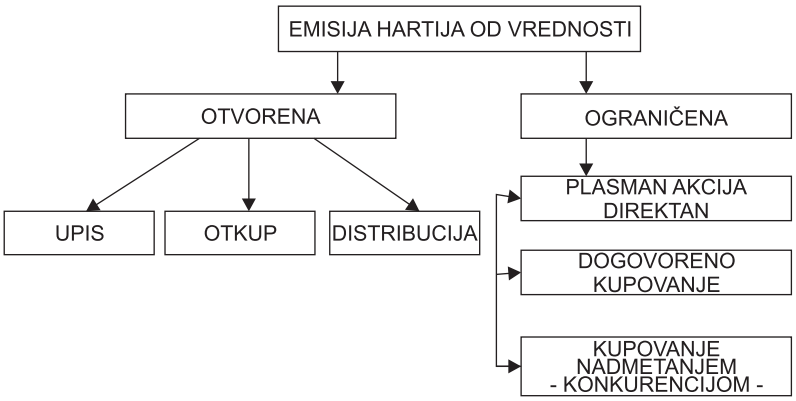
Akcionarsko društvo se osniva prvom emisijom akcija. To je u stvari osnivački kapital.

Stoga su akcije osnovni instrument za osnivanje akcionarskog društva.

Naredne emisije akcija imaju za cilj da povećaju kapital društva (dokapitalizacija). Akcije su ne samo osnove za formiranje i uvećanje kapitala, već i faktor poslovanja i razvoja društva (korporacije, preduzeća). Pored akcija postoji i celi niz drugih oblika hartija od vrednosti u finansiranju korporacije, ali su dugoročni oblici (akcije i obligacije) osnovani oblici pribavljanja kapitala.

[47] Šire o ovom obliku emisije videti u delu u kojem izlažemo ulogu banaka u primarnoj emisiji akcija.

METODOLOGIJA OSNIVANJA AKCIONARSKOG DRUŠTVA NA OSNOVU EMISIJE HARTIJA OD VREDNOSTI



Obzirom na visinu i kvalitet upisa kapitala, poslovnu politiku akcionarskog društva, struktura sredstava, obaveze, poslovne rezultate i sl. redovno se vrši ocena boniteta preduzeća. To treba da pokaže koliko je preduzeće sposobno da uredno izvršava svoje obaveze. Bonitet se izražava preko celog niza indikatora boniteta[48] koji daju realnu sliku finansijske i poslovne sposobnosti firme.

48

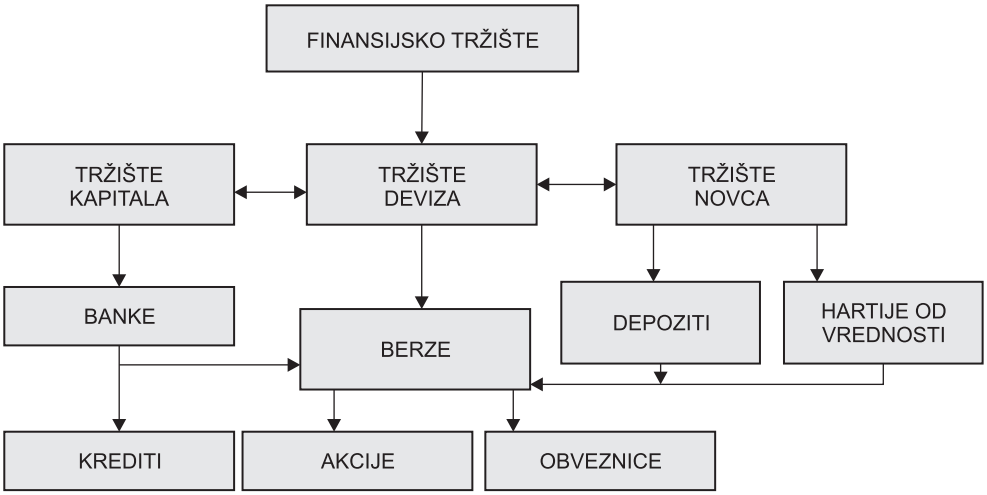
GLAVA PETA

FINANSIJSKO TRŽIŠTE I TRŽIŠTE KAPITALA

1. FUNKCIJE TRŽIŠTA KAPITALA

Tržište kapitala predstavlja skup odnosa ponude i tražnje dugoročnih i srednjoročnih finansijskih sredstava. Ovo je deo ukupnog finansijskog tržišta, koje obuhvata još i tržište novca i kratkoročnih sredstava.

STRUKTURA FINANSIJSKOG TRŽIŠTA



Kao što se vidi tržište kapitala se sastoji iz bankarskog tržišta kapitala i berzanskog tržišta kapitala.

Na bankarskom tržištu kapitala pojavljuje se zajmovni kapital banaka. Banka se javlja u ulozi zajmodavca (iz dugoročnih depozita) a preduzeće kao

zajmoprimac. Između dužnika i poverioca formira se direktan kreditni odnos, na osnovu dugoročnog bankarskog kredita.

Na berzanskom tržištu kupuju se i prodaju akcije i obveznice. Berzansko tržište se naziva i sekundarno tržište kapitala.

Teško je i gotovo nemoguće striktno odvojiti tržište novca od tržišta kapitala. Podela je gotovo hipotetička, odnosno radi se često o konvenciji. Jer, sve sa rokom do godine dana smatra se kratkoročnim ulaganjem a preko godine dugoročnim (investicionim). Međutim, danas postoje investicioni plasmani i na kraće rokove, posebno u razne finansijske oblike. S druge strane, postoji mehanizam stalnih prelivanja novca sa tržišta novca na tržište kapitala i obrnuto.

Teško je utvrditi šta je kratkoročno, a šta dugoročno po svojoj prirodi i funkciji, ovakva podela finansijskog tržišta više je formalne, a manje suštinske prirode. Istovremeno dolazi do stalnog prelivanja (pretvaranja) jednih u druge oblike sredstava. Zbog toga danas ne postoji stroga podela na kratkoročni i dugoročni sektor finansijskog tržišta.

U modernim privredama u kojima se brzo i lako kratkoročna sredstva "pretvaraju" u dugoročne plasmane, u kojima postoje brojni finansijski oblici koji se nalaze između kratkoročnih i dugoročnih sredstava, to postaje sve više jedinstveno tržište.

Tržište kapitala predstavlja fini mehanizam sa brojnim institucijama, instrumentima i procesima kojima se vrši distribucija i alokacija finansijskih sredstava, najčešće u investicije. To je i osnovna fimkcija tržišta kapitala - da se na njemu i preko njega koncentriše ponuda slobodnih sredstava (štednja) da bi se podmirile različite investicije (tražnja kapitala).

Ako su nekome potrebna investiciona sredstva ona se mogu pribaviti na tržištu kapitala preko emisije obveznice (zajmovni kapital) ili emisijom akcija (akcijski ili vlasnički kapital). Na tom tržištu se traži dugoročni kapital za investicije. To je primarno tržište kapitala. Trgovanje u novim odnosima već ranije emitovanim hartijama od vrednosti (kupovina i prodaja) obično se naziva "sekundarno" tržište kapitala. Ovo tržište omogućava svim subjektima na tržištu kapitala da vrlo brzo menjaju strukturu svoje imovine i portfelja. Tako se planirana sredstva u dugoročne hartije od vrednosti prodajom na tržištu kapitala lako mogu pretvoriti u likvidna sredstva, u novac. Tržište kapitala omogućava da se slobodan kapital (štednja) usmeri u najrentabilnije projekte (investicije).

Ponudu na tržištu kapitala čine slobodna neutrošena sredstva (uglavnom štednja iz dohotka), kao odložena potrošnja. Na tržištu kapitala se emituju dugoročna sredstva u obliku različitih finansijskih instrumenata: akcije, obveznice, javnih zajmova, hipotekarni papiri, industrijske obveznice i dr. Motiv za ponudu ovih finansijskih oblika jeste dobit koja se može ostvariti preko kamate ili dividende. S obzirom na to da je rizik kod dugoročnih ulaganja veći u odnosu na kratkoročna ulaganja, to je i kamata, odnosno dividenda veća kod dugoročnih plasmana. Kada tražnja za dugoročnim kapitalom opada, nosioci ponude kapitala mogu ga plasirati u kratkoročne oblike (tržište novca), uz manji rizik i manji prinos na uloženi kapital.

Tržište kapitala može biti organizovano i neorganizovano. Organizovano je ono na kojem se odnosi ponude i tražnje finansijskih sredstava odvijaju preko

odgovarajućih institucija. Najznačajnije institucije tržišta kapitala su berze hartija od vrednosti ili berze efekata. Svrha berze je da se koncentracijom ponude i tražnje na jednom određenom mestu utvrđuje tržišna cena hartije od vrednosti, novca, deviza i sl.

Pored berze efekata organizovano tržište kapitala obuhvata i banke koje se bave dugoročnim ulaganjima. Sredstva za ovaj oblik kreditiranja banke prikupljaju emisijom obveznica, akcija, prikupljanjem dugoročnih depozita i štednih uloga. Kao nosioci ponude uglavnom se javljaju osiguravajuća društva, investicioni fondovi, razne finansijske posredničke organizacije.

Neorganizovano tržište kapitala odnose se na direktne međusobne odnose subjekata koji kapital nude i subjekata koji ga žele investirati (tražnja kapitala). Veze se neposredno uspostavljaju, dok se cirkulacija kapitala odvija posredstvom različitih oblika hartija od vrednosti.

Obzirom na karakter privrednog i finansijskog sistema, tržišnu privredu, razvijena tržišta, visok nivo slobodnih kapitala, odgovarajuća ponuda na tržištu kapitala, ali i druge bitne faktore za funkcionisanje kapitala (stabilnost privrede, funkcije kamate, profitni motivi, razvijen bankarski sistem i sl.) tržište kapitala - je vrlo razvijeno u razvijenim tržišnim privredama kapitalizma (SAD, V. Britanija, Nemačka, Japan, Francuska, Švajcarska i dr.).

Transakcije finansijskim oblicima na ovom specifičnom tržištu kapitala nazivaju se kapitalne transakcije ili transakcije kapitalom. Tržište kapitala, obzirom na transakcije, može biti nacionalno i međunarodno tržište kapitala.

2. INSTRUMENTI TRŽIŠTA KAPITALA

1) OBVEZNICE KAO HARTIJE OD VREDNOSTI

Obveznica je hartija od vrednosti kojom se izdavalac obavezuje da će licu naznačenom u obveznici, ili po njegovoj naredbi, odnosno donosiocu obveznice, isplatiti na određeni dan iznos naveden u obveznici, odnosno iznos anuitetskog kupona.

Obveznice su po pravilu dugoročne, neotkazive i lako prenosive hartije od vrednosti (što je vrlo značajno za cirkulaciju na finansijskom tržištu). Obveznice izdavaocu služe za prikupljanje određenih dugoročnih sredstava za rešavanje krupnih investicionih zahvata.

Obveznica mora da sadrži nekoliko osnovnih (bitnih) elemenata: 1) oznaku da je to obveznica, 2) firmu i sedište izdavaoca, 3) firmu i naziv kupca, 4) oznaku da obveznica glasi na donosioca, 5) iznos na koji glasi, 6) visinu kamatne stope kada

je predviđeno plaćanje kamate, 7) procenat učešća u dobiti (kada je predviđeno), 8) rokove otplate kamate i glavnice, 9) mesto i datum izdavanja obveznice, 10) serijski i kontrolni broj obveznice, 11) faksimil potpisa izdavaoca obveznice.

Na poleđini obveznice označava se namena izdavanja, rokovi otplaćivanja glavnice i isplata kamata, odnosno anuiteta (amortizacioni plan).

Na finansijskom tržištu pojavljuju se obveznice koje izdaje javni sektor, bankarski sektor i privatni sektor. Obveznice mogu biti garantovane i negarantovane, sa fiksnom kamatom i sa promenljivom kamatom, kao i pravom učešća u dobiti. Sve to mora biti naznačeno kada se pristupa emitovanju obveznica. Ako se izdaje obveznica sa garancijom, onda na prvoj strani mora biti ime garanta i njegovo sedište.

2) TRŽIŠNA CENA OBVEZNICA

Izdavanje obveznica je postupak kojim se prikuplja potreban kapital za investicije. Zajmoprimac (izdavalac obveznice daje obećanje da će plaćati određeni novčani iznos u svakom periodu (kupon) sve do dana dospelosti obveznice - kada će zajmodavac vratiti (kao vlasniku obveznice) pozajmljenu svotu (glavnicu), koja predstavlja nominalnu vrednost obveznice. Uzmimo jedan primer. Izdavalac obveznice traži kapital od 100 dinara na tri godine uz 5% kamate godišnje. On obećava da će svake godine naplaćivati 10 dinara godišnje. Diskontovanjem pozajmljene svote imamo sledeće:

$$Vs = 10/(1+0.005)+10/(1+0.005\mathbf{2})+10/(1+0.005\mathbf{3})+100/(1+0.005\mathbf{4}) = 11.36$$

Diskontni faktor je posle prve godine 1/(1+0.005) ili 1/(1+i).

Pošto se taj iznos može odmah da reinvestira po istoj kamatnoj stopi, sada je diskontni faktor za drugu godinu1/(1+0.005**2**). Na isti način formira se diskontni faktor za treću godinu. Pošto pozajmilac (vlasnik emitovane menice) mora posle treće godine da vrati celokupnu pozajmljenu svotu od 100 jedinica, ovaj iznos se mora svesti na sadašnju vrednost. Ukupan iznos sadašnjih vrednosti trogodišnjih prihoda iznosi 113,60 jedinica. Izdavalac obveznice će na tržištu moći da dobije ovu cenu obveznice. Dakle, sada imamo opšti obrazac:

$$Vs = \frac{k}{1+i} + \frac{k}{(1+i)^2} + \frac{k}{(1+i)^3} + ... + \frac{GL}{(1+i)'}$$

Kod obveznica kod kojih se ne pojavljuje rizik tržišna cena jednaka je njenoj sadašnjoj vrednosti. Obveznica je rizična hartija od vrednosti, jer od momenta izdavanja do momenta isplate može doći do većih promena na finansijskom tržištu (promena kamate, veća neizvesnost ulaganja, pad profitne stope, recesije, povećani rizik i dr.). Može doći do pada cene obveznica, što je cenovni rizik koji snosi svaki vlasnik obveznice, ako bi npr. kamata u međuvremenu pala porasla bi sadašnja vrednost obveznice te bi njen vlasnik ostvario kapitalnu dobit. Kamatna stopa je

osnovni faktor koji deluje na cenu obveznice, mada na nju deluje i bonitet obveznice i razni oblici rizika.[49]

Moguće je da se pojave i obveznice bez kupona kada se izdavalac obveznice obavezuje da imaocu isplati celokupnu sumu (nominalni iznos obveznice) u momentu njene dospelosti (npr. posle tri godine). Tržišna cena se određuje na isti način kao i kod obveznice sa kuponom s tim što se kamata ne bi isplaćivala godišnje, već bi u momentu dospeća bila isplaćena glavnica i kamata.

Izdavalac obveznice se nije obavezao da će nakon tri godine isplatiti 130 jedinica, što je označeno kao nominalna vrednost obveznice. Danas će se (pre isteka roka dospelosti) obveznica prodavati po tržišnoj ceni od 113,60 jedinica. Obveznica se dakle prodaje uz diskont koji odgovara kamatnoj stopi od 5% godišnje.

3) AKCIJE I AKCIONARSKI KAPITAL

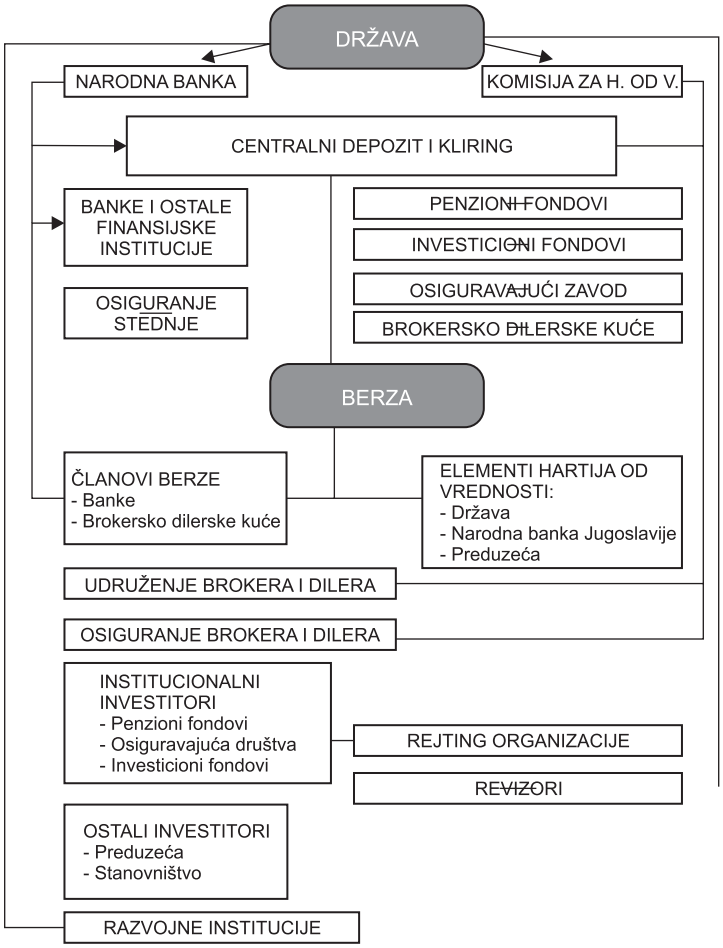
Akcija je vlasnički finansijski instrument čijom kupovinom vlasnik akcije postaje nosilac vlasništva nad kapitalom (preduzeća, banke i dr.). Akcija omogućava ostvarivanje trajnog kapitala u imovini akcionarskog društva. Akcija omogućava pravo na deo dobiti (dividendu) iz poslovnih rezultata akcionarskog društva. Određeni oblik akcije omogućava odnosno daje pravo, na upravljanje akcionarskim preduzećem. Obveznice su, videli smo, dužničke hartije od vrednosti jer se njihovim izdavanjem stvara dug na strani izdavaoca obveznice. Glavnica duga mora da se vrati u trenutku dospelosti obveznice, dok se u međuvremenu plaća kamata označena u kuponu obveznice. Akcija omogućava izdavaocu (emitentu) osiguravanje trajnog kapitala preduzeća. Akcija predstavlja rizičniji instrument u odnosu na obveznicu. Akcionarsko društvo mora najpre da isplati kamate na isplate obveznice, a tek potom da raspoređuje dividende. Kamate se tretiraju kao svaki drugi rashodi i ne ulaze u dobit preduzeća. Kada se utvrdi dobit tada se isplaćuje eventualno učešće u dobiti zaposlenih, zatim se plaća porez na dobit, ostatak se deli na dividende i na deo koji se raspoređuje u rezerve (to je zadržana dobit kao izvor interne akumulacije korporacije). Rezidualni karakter dividendi ukazuje na to da vlasnici akcija snose mnogo veći rizik, jer dividende zavise od konačnog rezultata poslovanja, koji često može i da izostane ili da bude vrlo mali. Vlasnici obveznica dobijaju ugovorenu kamatu nezavisno od ostvarene dobiti.

Akcije su u uslovima inflacije manje fizični finansijski instrumenti. Obveznica koja nosi fiksnu kamatu u uslovima inflacije često je negativna (kamata) tako da je prihod od kamate inflatorno obezvređen. Akcije imaju varijabilnu dividendu, koja zavisi od visine dobiti. Pošto se inflacija ugrađuje i naduvava prihod preduzeća ona se time prenosi i na dobit i na dividendu. U uslovima visoke inflacije ulaganje u finansijske instrumente (postaje visoko rizično), jer i poslovanje najvećeg broja preduzeća postaje neizvesno, a time i finansijska ulaganja (kapitala) u uslovima visoke inflacije visoko rizična. Iz navedenog razloga jedan od bitnih faktora razvoja finansijskog sistema, finansijskog tržišta i svih oblika finansijskih instrumenata (akcije, obveznice, certifikati i sl.) jeste relativno stabilna privreda i

[49] Postoje sledeći oblici rizika: finansijski rizik; tržišni rizik likvidnosti, rizik kupovne snage, cenovni rizik. Priroda ovih rizika je poznata te ih ovde nećemo šire izučavati.

niska stopa inflacije, te efikasna funkcija kamatne stope i osetljivost privrednih (i drugih) subjekata na promene kamatne stope.

UČESNICI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU



Postoje obične (redovne) akcije - koje predstavljaju nekakav tip kombinacije akcije i obveznice. Uz obične postoje i prioritetne (povlašćene), koje su manje rizične u odnosu na obične, jer njihovi vlasnici imaju prvenstvo pri naplati dividende po unapred utvrđenoj stopi. Ako akcionarsko društvo u određenom periodu nije u mogućnosti da im isplati dividende, one se kumuliraju i moraju biti isplaćene pre dividendi na obične akcije. Prioritetne su rizičnije od obveznice pošto vlasnici ovih akcija mogu naplatiti dividendu tek nakon što vlasnici obveznica dobiju svoju kamatu. Obične deonice daju pravo upravljanja u deoničarskom društvu, dok to prioritetne uglavnom ne osiguravaju.

Dividende po prioritetnim akcijama su deo dobiti akcionarskog društva te podležu oporezivanju dobiti preduzeća, dok se kamate tretiraju kao troškovi i izuzete su iz oporezivanja.

Prioritetne akcije nisu, stoga toliko popularne i raširene u razvijenim tržišnim privredama kao što su to obveznice i obične akcije.

Akcije mogu biti osnivačke, kada se formira osnivački kapital deoničarskog preduzeća, (to su akcije prve emisije i nove akcije (dopunske emisije). Nove deonice se emituju radi povećanja kapitala (dokapitalizacija) akcionarskog društva.

Jednom kada se izdaju akcije se gotovo nikada ne povlače sa finansijskog tržišta, tako da je obim novih akcija relativno mali u odnosu na njen broj i vrednost akcija.

3. FUNKCIONISANJE TRŽIŠTA I KAPITALA

1) PRIMARNO TRŽIŠTE KAPITALA

Postoje četiri osnovna oblika tržišta kapitala: 1) Primarno, 2) Sekundarno, 3) Tercijarno tržište i 4) Internacionalno tržište kapitala (i finansijsko tržište).

Na primarnom tržištu kapitala odvija se plasman nove emisije akcija. Učesnici ovog tržišta su akcionarska društva koja izdaju emisiju akcije i finansijski posrednici (intermedijatori). Kao finansijski privrednici najčešće se javljaju poslovne, komercijalne i investicione banke. Osim njih na ovom tržištu čeluju i javni nadzorni organi koji vrše kontrolu i regulišu ukupan proces izdavanja i prometa akcija, čime štite interese kupaca akcija (investitore), bez čega ovo tržište ne bi moglo funkcionisati. Na primarnom tržištu kapitala osnovnu ulogu imaju banke. One preuzimaju i obavljaju mnogo poslova. **U** ime izdavaoca akcija, to se odnosi na pripremne tehničke poslove, pribavljanje dozvola za emisiju, odnose sa centralnom bankom, regulaciju akcija, zaključivanje ugovora i preuzimanje plasmana akcija i dr. Banke često preuzimaju kompletno sve operacije oko emisije akcija. Često banke obrazuju konzorcijum preuzimajući celu emisiju nekog društva radi prodaje konačnim vlasnicima. Time banke preuzimaju funkciju spajanja ponude i tražnje za novim deonicama, ali pružaju i veliku sigurnost i izvesnost akcionarima (kupcima akcija).

4. SEKUNDARNO TRŽIŠTE KAPITALA

Na sekundarnom tržištu se kupuju, prodaju već izdate akcije. Osnovni nosioci poslova i finansijski posrednici su brokeri. Najveće brokerske firne imaju zakupljeno mesto na berzi i ovlašćene su da na njoj rade. Ostali brokeri i banke koje upravljaju hartijama od vrednosti svojih komitenata ulaze na berzu posredstvom ovlašćenih brokera. Kada investitor da nalog za kupovinu ili prodaju akcija svom finansijskom posredniku, sa određenim uputstvima o ceni i broju akcija sa kojima želi da trguje, ovaj ga prosleđuje licu koje radi na berzi a koje se naziva "specijalista" za akcije deoničarskog društva, nazovimo ih DD akcije, koje investitor želi da kupi. "Specijalista" drži DD akcije kao komisionar (u svoje ime a za tudi račun) ili kao zastupnik (u tuđe ime i tuđi račun), a čest je slučaj da i on sam poseduje jedan iznos ovih akcija. Ako u tom trenutku niko drugi ne nudi ove akcije na prodaju, on će ih prodati iz svog portfelja. Obično, uvek jedan broj vlasnika akcija daje nalog "specijalisti" da pod određenim uslovima proda ove akcije. Na drugoj strani, kod njega se slivaju svi dnevni zahtevi za kupovinom DD akcija preko ovlašćenih brokera. "Specijalista" tada postupa kao akcionar. On pokušava da odredi cenu akcija ka će u tom trenutku da izjednači ponudu i tražnju akcija. Ovaj proces određivanja cena se naziva akcija. Kako se tokom radnog dana slivaju različiti nalozi o kupovini i prodaji akcija, tako će akcionar da menja njihovu cenu. Posebno se registruje postignuta cena na kraju radnog dana kada se zatvara berza.

Kao što dnevne novine donose izveštaje o tekućim tržišnim cenama najznačajnijih obveznica, tako isto publikuju i informacije o cenama vodećih deonica.

Na sledećoj tabeli dajemo jedan takav primer iz Wall Street Journala od 31. oktobra 2000. g. koji se odnosi na kotaciju akcija na Njujorškoj berzi u Wall Streetu.

TRŽIŠTE AKCIJA I OBVEZNICA
- Dnevni izveštaj –

52 Week						Yid P. E. Sales			
High	Low	Stock	Div.%	Ratio-A-A-	100s	High	Low	Close	Net Chg
37	½ 9 1/1	AAR	48	4.5 7	554	10	7/8 10	1/4	10 5/8-1/4
9	3/4 7 ¼	ACMn	1.01	12.4..	341	8	1/4 8	1/8	8 1/8+1/8
11	1/2 8 1/3	ACMIn	1.26	12.6..	746	10	9	7/8	10+ 1/8
9	1/4 6 ½	ACMMn	1.01	13.7..	339	7	3/8 7	1/4	7 3/8...
12	1/8 10	ACMMM	1.50	12.9..	119	11	3/4 11	5/8	11 5/8...
11	1/2 8 5/8	ACMc	1.26	13.1..	1155	9	3/4 9	1/2	9 5/8+1/8
9	3/8 7 ¼	ACMSp	1.01	12.6 .	455	8	1/8 8		8 - 1/8
24	5/8 15 ½	ALLab	16	9.16	8	18	1/8 18		18 - 1/8
5	3/4 1	AMInti		…	1301	1	1/4 1		1 - 1/8

U prve dve kolone, pre imena akcionarskog društva, navedena je najviša i najniža cena akcije pre godinu dana. Vidimo da akcije firme AAR su prošle godine imale najvišu cenu od USD 37,50 ali da su onda pale na najniži nivo od USD 9,50. Posle imena firme (AAR) naveden je iznos godišnje dividende koju odbacuje jedna akcija u visini od USD 0,48. Iza toga je naveden procenat prinosa deonice od 4,5% koji predstavlja odnos dividende i cene deonice pri kojoj je poslednja transakcija obavljena tog dana (0.48/10,63 = 4.5%). Sledeća kolona pokazuje odnos cena i zarade deonice (7). Ona se definiše kao odnos između cene deonice i prošlogodišnje neto zarade akcionarskog društva po jednoj deonici. To je pokazatelj da li tekuća cena deonica precenjuje ili potcenjuje neto imovinu akcionarskog preduzeća. Kolona iza nje daje podatke o obimu trgovine sa deonicama prethodnog dana. U našem primeru 55.400 deonica AAR kompanije je promenilo vlasnika. Naredne tri kolone pokazuju najvišu i najnižu dnevnu cenu deonica i njenu tržišnu cenu po kojoj je poslednja transakcija obavljena tog dana. U našem primera 55.400 deonica AAR kompanije je promenilo vlasnika. Naredne tri kolone pokazuju najvišu i najnižu dnevnu cenu deonica i njenu tržišnu cenu po kojoj je poslednja transakcija obavljena tog dana. Ova poslednja cena je iznosila USD 10.63. Zadnja kolona govori o neto promeni cene akcije u odnosu na prethodni dan (-1/4 znači da je opala za USD 0,25). Kao što vidimo akcije prve navedene kompanije na Njujorškoj berzi se ne kotiraju baš sjajno u odnosu na prethodnu godinu.[50]

3) TRŽIŠNA CENA AKCIJA

Cena akcija se formira na tržištu kapitala. U određivanju tržišne cene ne postoji nikakva pravilnost. Više su to slučajna i izuzetno nepredvidiva kretanja koja zavise od velikog broja faktora koji deluju na ukupnom finansijskom tržištu. Mesto na kojem se susreće ponuda i tražnja akcija naziva se berza akcija. Takva berza često doživljava prava haotična kretanja, berzanske šokove i prave krahove na berzama. Poznati su finansijski slomovi (krah), Njujorške, Londonske, Frankfurtske, Tokijske berze. Da bi se donekle suzbilo haotično i nepredvidivo kretanje i ponašanje berzi (slom) uvedeni su određeni indeksi cena akcija koji se redovno prate kao važni indikativi za stanje na berzi. Tako je uveden Daw-Jonson indeks cena akcija, Ikeiindeks i sl. Prema kretanju cene akcija najvećih korporacija obuhvaćenih u takve indekse određuje se i stanje na berzi.

Povećanje cene akcija (up) koje označava kao besa cena akcija, odraz je povoljne konjunkture i povoljnih izgleda za investicije. Tražnja akcija se povećava i cena im raste.

Suprotno tome pad cena akcija (down) označava se kao hosa akcija, a odraz je nepovoljne privredne i finansijske situacije u ekonomiji (recesija, nezaposlenost, visoka inflacija, pad investicija). Opadanje povoljnih izgleda za investicije dovodi do pada tražnje za akcijama (ulaganje kapitala), povećava se suzdržanost od investicija, cena akcija na berzama opada.

[50] Dr M. Labus: Savremena politička ekonomija, Beograd, 1991, str. 105 - 106.

Ako je privredna situacija izvesna i poslovni izgledi povoljni, konjunktura dobra i uslovi investiranja dosta povoljni tada se radi o sigurnim akcijama, uz mali rizik. Tada nam je poznata stopa prinosa akcije (r), i buduća tržišna cena, akcije (Al), koja uključuje dividendu i kapitalnu dobit. Pošto je poznata i sadašnja vrednost akcije AO, tada imamo sledeći odnos:

$$A_o = \frac{1}{1-r} \cdot At$$

Tržišna cena akcije u potpuno sigurnim i izvesnim uslovima poslovanja svodi se na sadašnju vrednost, koja se dobija na osnovu diskontovanja buduće vrednosti akcije po odgovarajućoj stopi.

Cena rizičnih akcija koja se formira u uslovima neizvesnosti budućih kretanja, visokog rizika ulaganja i sl. Rizik od ulaganja u akcije čija se cena teško može predvideti u budućnosti (kao i profit korporacije) je redovno prisutan. Stopa prinosa na akcije je neizvesna, jer je i profit akcionarskog društva neizvestan. Odnosi ponude i tražnje su neizvesni i nepredvidivi, nalaze se i pod delovanjem čitavog niza neekonomskih faktora tako da su šokovi na tržištu mogući. Neizvesnost je povezana sa rizikom ulaganja.

Vlasnici kapitala reaguju na povećani rizik na dva načina:

Ako su spremni i pored povećanog rizika na ulaganja kapitala, tada biraju preduzeća za koja postoji opšte uverenje da su stabilna i profitna.

4) INVESTITORI RASPOREĐUJU SVOJ KAPITAL NA VIŠE RAZLIČITIH AKCIJA.

Ne padaju sve cene akcija istovremeno, osim u slučaju opšteg sloma berze. Cene jednih akcija padaju, drugih rastu. Disperzija kapitala na više akcija različitih akcionarskih preduzeća smanjuje rizik da će cene svih akcija odjednom pasti. Postoje akcije sa sigurnim plasmanom i akcije sa nesigurnim plasmanom. Ako prinose sigurnih akcija obeležimo sa rs a prinos nesigurnih akcija ra, ako sa /J obe-ležimo stepen rizičnosti rizičnih akcija, onda je stepen rizičnosti sigurnih akcija (1- β). Kada vlasnici kapitala kupuju rizične akcije oni redovno računaju da će eventualne gubitke nadoknaditi prinosima od sigurnih akcija:

$$r = (1 + \beta)\,(r_s + \beta_t)$$

Stopa očekivanih prinosa od različitih akcija je ponderisani prosek prinosa od sigurnih akcija i prinosa od rizičnih akcija. Kada se to zna nije teško odrediti tržišnu cenu rizičnih akcija. Tržišna cena predstavlja sadašnju vrednost akcija koja se dobija kada se diskontuje očekivana buduća cena akcija prema stopi očekivanog prinosa:

$$A = \frac{1}{1 + (1+\beta)\cdot r_s + \beta r_r} \cdot A$$

Pri određivanju cene (i namera da se slobodan kapital uloži u kupovinu akcija) vlasnik kapitala raspolaže sledećim izvesnim elementima:

1. Stopa prinosa na sigurne akcije (rs),
2. Stepen rizičnosti akcija (β)

Potpuno mu je u trenutku ulaganja kapitala (ili namere da kapital plasira) ostalo nepoznato:

1. Stopa prinosa na rizične akcije (rr),
2. Buduća cena rizične akcije A_1.

Vlasnik kapitala nepoznate elemente mora da oceni na nekakav način. On se pri tome služi informacijama stručnih organa za praćenje ponašanja berze, napred navedenim indeksima sa berze, oceni privredne situacije, oceni poslovanja akcionarskih društava i sl.

5. RAVNOTEŽA NA TRŽIŠTU KAPITALA

Ravnoteža na tržištu kapitala se uspostavlja kao i na drugim tržištima na kojima vlada konkurencija (konkurentna tržišta).

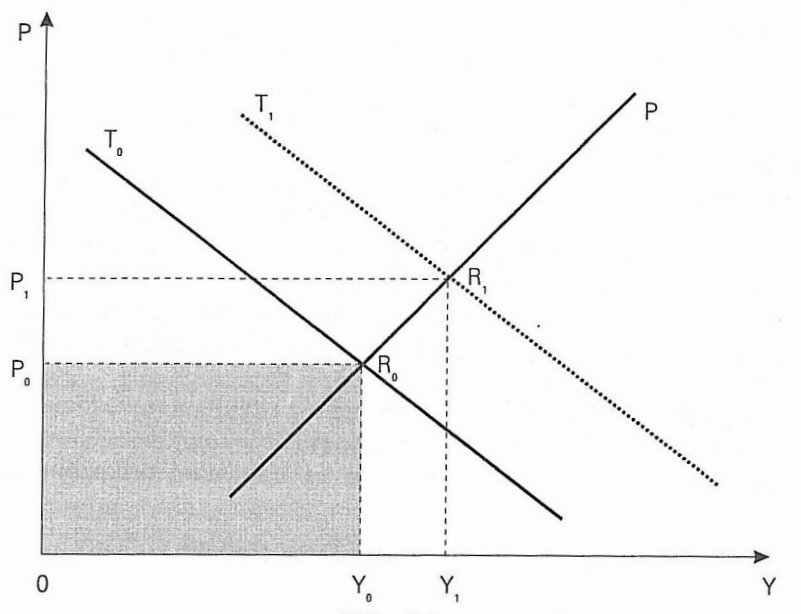
Tržište (zajmovnog) kapitala formira odnose ponude i tražnje finansijskog kapitala. U savremenim privredama je razvijen bankarski sistem kao finansijski posrednik između zajmodavca (ponude) i zajmoprimca (tražnje) finansijskih sredstava. Banke vrše koncentraciju novčanih sredstava (neutrošenih dohodaka) i plasiraju ih na finansijskom (kreditnom) tržištu uz odgovarajuće tržišne uslove (kamate, rok, namena)[51]. Na tržištu kapitala kamata (kao oportunitetni trošak) formira se iz odnosa ponude i tražnje, zajmovnog kapitala. Na tržištu kapitala formira se kriva tražnje i kriva ponude kapitala.

Kriva tražnje (kao zbir velikog broja individualnih tražnji zajmoprimaca) pokazuje koju količinu kredita, uz datu kamatu, i druge uslove, mogu da uzmu i plasiraju ga u investicije. Ako se kamatna stopa poveća tražnja zajmovnog kapitala opada (to je odraz poskupljenja zajmovnog kapitala na tržištu. Povećana kamatna stopa i cena kapitala nepovoljno deluje na spremnost preduzeća da uz tako visoku kamatnu stopu uzimaju kapital i ulažu ga u investicije. Visoka kamatna stopa obara tražnju kapitala. Stoga je određivanje ravnotežne kamatne stope bitan faktor za modeliranje ponude i tražnje i kapitala, a preko toga i ponašanja štednje i investicija. S druge strane, povećana kamata stimulativno deluje na vlasnike dohodaka da ih ponude uz tako povećanu kamatu bankama, a preko njih i na finansijskom tržištu. Uz povećanje kamate (ostali uslovi su nepromenjeni, posebno inflacija, uslovi

[51] Kamata se može i odrediti od strane centralne banke u sklopu monetarne i ekonomske politike, nezavisno od stvamih odnosa ponude i tražnje zajmovnog kapitala na tržištu.

kredita i investiranja i sl.) formira se dodatna štednja. Snižavanje kamatne stope vodi suprotnim procesima u formiranju kapitala i tražnji kapitala.

FUNKCIJA PONUDE I TRAŽNJE KAPITALA



Ravnoteža na tržištu zajmovnog kapitala se uspostavlja kada se uz datu kamatnu stopu (i_0) izjednače ponuda i tražnja kapitala na finansijskom tržištu (tačka R).

Kamatna stopa kao cena zajmovnog kapitala eliminiše preteranu tražnju zajmovnih sredstava (kada se povećava), odnosno stimuliše tražnju kapitala kada se snižava. Tako se operacijama kamatne stope (u stabilnoj i inflatornoj privredi, odnosno u privredi u kojoj postoji pozitivna realna kamatna stopa) ispostavljaju odnosi ponude i tražnje kapitala, ali i proces njihovog formiranja, odnosno ukupnog ponašanja.

Nosioci štednje donose odluke o trošenju dohotka, odnosno o odloženoj potrošnji (štednji) prema njihovoj vremenskoj preferenciji. Ako ocene da će im neutrošeni dohodak ubuduće doneti veću dobit od sadašnje potrošnje toga dohotka, oni će se odlučiti na štednju. Preferencija štednje će biti pozitivna. Ukoliko nosioci dohotka ocene da im se sadašnja potrošnja više isplati od štednje oni će dohodak utrošiti, čime će preferencija štednje biti negativna.

Ekonomija takve preferencije često se naziva sklonost štednji, odnosno sklonost potrošnji (o čemu više govorimo na drugom mestu).

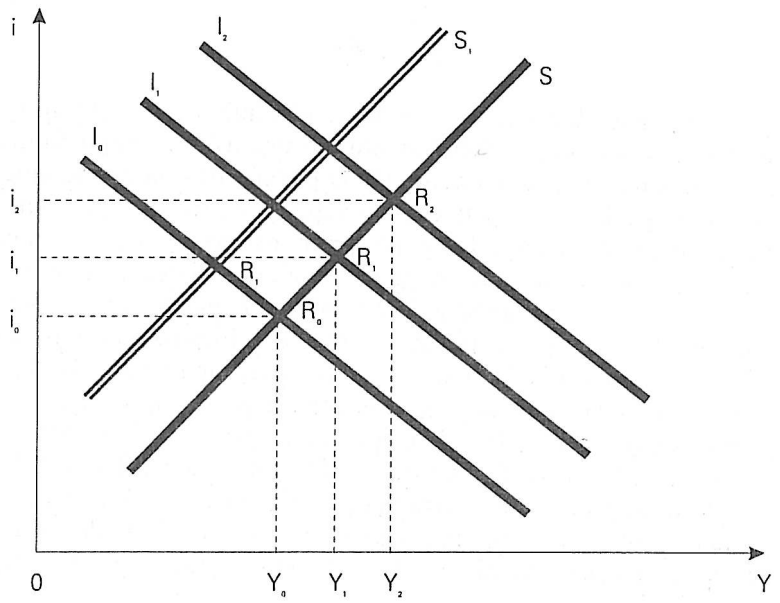
Mnogi subjekti - nosioci kapitala (štednje) kao što su banke i institucioni investitori, koji raspolažu kapitalom koji su prikupili (banke) ili kapitalom svojih osnivača, moraju da ga oplode. Plasiranjem ovih sredstava uz određenu kamatu (koja je redovno viša od pasivne koju plaćaju vlasnicima dohodaka) oni osiguravaju

oplodnju toga kapitala. Smisao formiranja finansijskog kapitala je ne samo koncentracija sredstava, već njihov plasman u profitabilna ulaganja. Profitna stopa (profit) trebala bi biti veća od kamatne stope.

Odnosi ponude kapitala (štednje) i tražnje toga kapitala (investicija) obično se prikazuju odnosima krivih štednja - investicija (IS).

Štednja (ponuda kapitala) i investicije se uglavnom prikazuju na sledeći način:

PONUDA (ŠTEDNJA) I TRAŽNJA (INVESTICIJE)



Uz određenu visinu kamate (i) formira se celi niz tačaka štednje na krivoj štednje (S), koja predstavlja agregatnu ponudu kapitala. Nasuprot tome na krivoj I formira se mnogo želja i namera za investiranjem uz različite nivoe kamatnih stopa. U preseku (R_0) ove dve krive formira se ravnotežna kamata (i_0) koja uravnotežava ponuđene i tražene iznose kapitala. To se odvija na visini dohotka (OY_0). Na taj način povezuje se uzajamno delovanje štednje, investicija, kamate i dohotka. Povećanjem kamate, uz datu tražnju kapitala (I) dolazi do povećanja štednje (S_1), koja stvara novu tačku ravnoteže (R',). Promene kamatne stope vode stalnom uspostavljanju novih odnosa štednje i investicija i stalnom procesu uravnotežavanja ova dva agregata.

6. TRŽIŠTE KAPITALA I REALNA KAMATA

Kamata je, videli smo, *cena upotrebne vrednosti zajmovnog kapitala.* Često se kamata objašnjava i kao "cena za odricanje likvidnosti" (raspolaganje novcem u određenom periodu vremena). Marksistička teorija kamate objašnjava je kao deo bruto profita, koja je, stoga, redovno manja od profita, a kamatna stopa (u zdravoj ekonomiji) redovno niža od profitne stope. Inače, u uslovima krize, kada je kamatna stopa visoka (kriza likvidnosti), a profitna stopa niska, može se desiti da je kamatna stopa viša u odnosu na profitnu stopu. Celi bruto profit odlazi na kamatu bankarskom kapitalu (zajmovnom kapitalu). Visoka kamata derogira investicije i želje za investiranjem potencijalnih investitora. Na tržištu zajmovnog kapitala redovno se prati dugoročna kamatna stopa (uz kratkoročnu kamatu na tržištu novca). U slučaju da je kamatna stopa visoka i da ugrožava sektor investicija i zaposlenosti, uz mogućnosti produbljavanja krize, država preko monetarne politike obara kamatnu stopu ohrabrajući investicije, posebno u uslovima kada se zbog visoke kamate javlja tendencija hiperakumulacije kapitala. Uz nižu kamatu na zajmovni kapital postaju rentabilne i one investicije (uz ostale uslove ceteris paribus) koje to nisu bile uz visoku kamatnu stopu.

Ovde se uglavnom radi o *nominalnoj kamatnoj stopi,* onoj koja se pojavljuje na finansijskom tržištu i koja određuje odnose ponude i tražnje zajmovnog kapitala. Nominalna kamata je i predmet regulacije ekonomske i monetarne politike. Međutim, uz nominalnu postoji i *realna kamatna stopa.* Realna kamatna stopa je nominalna kamata korigovana za indeks cena na malo (stopu inflacije). To je dovoljno dobar reprezentant realne kamate da se danas najčešće upotrebljava u ekonomskim analizama. Realna kamata se u osnovi izračunava na sledeći način:

$$1 + ir = \frac{1 + i_r}{1 + p}$$

odnosno, kada se odnosi srede, dobija se:

$$i_r = \frac{1 + i_r}{1 + p} - 1 = \frac{1 + i_r}{1 + p} + \frac{1 + p}{1 + p}$$

$$i_r = \frac{i1 + p}{1 + p}$$

Realna kamata (ir) i stopa inflacije (p) stoje u obrnutoj srazmeri. Ako je stopa inflacije niska tada se nominalna i realna kamata gotovo izjednačavaju. Zbog toga se realna kamata približno izražava kao razlika nominalne kamate i stope inflacije

$$i_t = i_n - p$$

Ako je nominalna kamata 10%, a stopa inflacije 5% tada je *realna kamata* oko 5%.

Negativna realna kamatna stopa znači da se pozajmljeni kapital nakon izvesnog vremena "topi" jer je stopa inflacije veća od nominalne kamatne stope. U slučaju postojanja negativne realne kamate izostaje ponuda zajmovnog kapitala na finansijskom tržištu. Vlasnici kapitala umesto u realne investicije ulaze u spekulativne oblike plasmana kapitala (brzi obrt kapitala, korišćenje inflacije u finansijskim transakcijama, kratkoročno pozajmljivanje sredstava, pritisak na dizanje nominalne kamate, beg od novca u realna dobra). Sve su to karakteristike inflatorne ekonomije koja brzo obezvređuje novčani kapital, uz rešenje "sklonosti ka štednji" iz dohodaka.

Stopa inflacije uglavnom određuje visinu realne kamatne stope. Galopirajuća inflacija dovodi do duboko negativnih kamatnih stopa. Monetarna iluzija, prema kojoj se ponašanje svih subjekata, nosilaca dohodaka i štednje, određuje nominalnom kamatom, u takvim uslovima nestaje. Formiranje štednje iz dohodaka izostaje, sklonost potrošnji se naglo povećava (čak i neracionalnoj potrošnji), ponuda novčanog kapitala na tržištu opada.

Realna kamatna stopa u osnovi zavisi od nekoliko faktora (direktnog i indirektnog delovanja):

1. Stopa inflacije (stvarna i očekivana stopa porasta cena),
2. Nominalna kamatna stopa,
3. Odnos ekonomske politike prema kamatnoj politici uopšte,
4. Struktura kapitala preduzeća (sopstveni ili pozajmljeni kapital) i zavisnost od tržišta kapitala, odnosno bankarskih kredita,
5. Per capita dohodak i mogućnosti formiranja štednje iu dohotka i uz nižu nominalnu kamatu,
6. Orijentacija makroekonomske politike na stimulaciju investicija i privrednog rasta, uz stvaranje povoljne poslovne klime (i uz inflaciju to može da podstakne ponudu kapitala),
7. Inflaciona očekivanja i poslovni izgledi u budućnosti,
8. Veća ili manja otvorenost privrede i uticaj svetskog finansijskog tržišta (i kamataih stopa) na domaće tržište kapitala i bankarski sistem.

Postoje, dakle, brojni faktori koji deluju na visinu i promene nominalne i realne kamatne stope, na koje ekonomska politika svake zemlje mora da računa.

7. PRINOS I RIZICI NA TRŽIŠTU KAPITALA

U berzanskom poslovanju, odnosno na tržištu kapitala, javljaju se sledeći oblici prinosa:

1. Dividenda, kao oblik prihoda vlasnika kapitala,
2. Kamata, kao oblik prihoda vlasnika obveznice,

3. Kapitalna dobit, kao razlika između prodajne i kupovne cene kapitala (hartija od vrednosti).

Akcionari su zainteresovani za stabilne prinose tako da dividenda treba da bude određeni oblik učešća u kapitalu. Kamata predstavlja fiksnu obavezu preduzeća na izdate obveznice. Kamata se isplaćuje pre isplata dividendi, zbog čega je kamata preduzeća niža od dividende.

Kapitalna dobit, je razlika između prodajne i kupovne cene hartija od vrednosti, uvećana za operativne troškove. Ovaj oblik prinosa je manje izvestan od kamate i dividende.

Finansijski menadžment koji radi sa hartijama od vrednosti susreće se i sa određenim finansijskim rizicima. Postojanje finansijskog rizika može se uočiti i pri samoj odluci o emisiji hartija od vrednosti. Nepoznavanje propisa iz područja poslovanja hartija od vrednosti, nestručnost, oscilacije kurseva i kamata, sve to dovodi do velikih rizika u poslovanju na finansijskom tržištu.

Svi rizici na tržištu novca i kapitala mogu se vezati za one koji imaju:

1. Tržišno privredni karakter (privredna konjunktura, uslovi na tržištu, nestabilnost, tehnička dostignuća, kreditna, devizna i monetarna politika, spoljnotrgovinska politika, stepen društvene kontrole, poslovni odnosi i dr.),
2. Spekulativni karakter rizika. Berzanski poslovi su u osnovi spekulativni poslovi, a berzanske oscilacije velike i neočekivane, tako da su skopčane sa velikim rizikom.

Finansijski menadžment u oblasti poslova na finansijskom tržištu, posebno na tržištu kapitala (berzi) "redovno je suočen sa finansijskim rizicima. Tu se javljaju različiti oblici rizika: Kamatni rizici, devizni rizici, kursni rizici, terminski rizici, neadekvatna finansijska regulativa, rizici prenosa novca i plaćanja, rizici krivih informacija i čistih spekulacija, devizna ograničenja i devizna kontrola i dr.

Da navedemo samo osnovne i najčešće oblike rizika:

1. Finansijski rizik je osnovni rizik kod svih finansijskih instrumenata. Obično se naziva kreditni rizik, a vezna je za neizvršavanje kreditnih obaveza, bilo u celosti, bilo delimično. Gubitak može biti u celini ili delimičan. Kod akcija finansijski rizik se javlja u obliku slabog poslovanja firme, tako da postoji rizik da se ne ostvari dividenda, ili se ostvari finansijski rezultat ali se ne može isplatiti dividenda. Investitori su posebno osetljivi na visinu rizika, tako da postoje specijalizovane agencije koje utvrđuju rejting hartija od vrednosti.
2. Rizik likvidnosti se javlja kada se finansijski instrument ne može prodati pre konačnog roka dospelosti, kada se instrument ne može pretvoriti u novac. Stepen likvidnosti je utvrđen odnosom između maksimalno očekivane cene i tržišne cene koja se može dobiti prodajom u relativno kratkom roku. Neizvesnost u pogledu prodajne cene i lakog transformisanja u likvidan oblik (novac) direktno utiče na rizik likvidnosti.
3. Rizik kupovne snage vezan je za uslove poslovanja na finansijskom tržištu kada se javlja viša stopa inflacije. Ovaj rizik je dosta prisutan kod

dugoročnih hartija od vrednosti sa fiksnom kamatnom stopom. Realna kamata tada značajno pada ispod nominalne.

4. Cenovni rizik je direktno vezan za tržišnu vrednost finansijskih instrumenata na koje utiču promene kamatne stope i promene deviznog kursa.

U uslovima određene finansijske, ekonomske, socijalne i političke situacije (okruženja) svaki subjekt koncipira i sprovodi svoju finansijsku politiku i finansijsku strategiju (finansijski menadžment), pri čemu mora da vodi računa o rizicima u poslovanju do kojih može doći. Subjekti u upravljanju kapitalom i uvođenju finansijskog menadžmenta treba i da upravljaju rizicima, posebno finansijskim rizicima. To se mora činiti u cilju optimalne investicione politike, nonnalnog rada na finansijskom tržištu, čuvanja sopstvene imovine, kapitala i profita.

Preduzeće mora da vodi minimiziranju rizika, ili njegovom otklanjanju, posebno pri donošenju investicionih odluka, dugoročnog ulaganja kapitala, istraživanja boniteta korisnika kapitala, očuvanja i ostvarivanja prinosa, mogućnosti plasmana, boniteta i profitabilnosti ulaganja i dr.

P E T I D E O

TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE

GLAVA PRVA

TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE EFEKATA

1. MISTERIJE NOVCA I FINANSIJSKOG KAPITALA

Dobrodošli u zbunjujući često potpuno nepoznati svet novca, kapitala, štednje i investicija, berzi i berzanskog poslovanja (finansijskih tržišta). To je svet koji se često čini odvojen od našeg svakodnevnog života, ali direktno utiče na sve naše odluke, ponašanje, raspoloženje, planove, budućnost. Misterije savremenog novca u svim njegovim pojavnim oblicima su dostigle svoj najviši domet u sferi finansijskih tržišta (tržišta kapitala). To se posebno odnosi na pojam, kategorije, jezik učesnike, strategije, ponašanje, velike zaokrete (lomove i razvoj), visoke rizike i dobiti na savremenim berzama. Najveći deo stanovništva se pita kako funkcioniše berza? Kako se u opštoj gužvi koja se vidi ljudi snalaze, kako komuniciraju, kako se sklapaju poslovi, kako kapital cirkuliše preko berzi, kako dolazi do velikih lomova berzi koji potresaju cele nacionalne privrede, a često i svetsku ekonomiju u celini. Da li biste se snašli na berzi? Kada biste i u kakve hartije od vrednosti uložili svoj novac? Znate li da čitate berzanske izveštaje, finansijske trendove i pokazatelje?

Da li uopšte dovoljno poznajete mehanizam funkcionisanja tržišta novca i kapitala sa svim učesnicima, instrumentima, tokovima i efektima? Morate li biti "dovoljno pismeni" na ovom području ili pravi finansijski ekspert da to pratite ili učestvujete u ovom zagonetnom i zbunjujućem svetu novca i finansijskog kapitala - prosudite sami.

Konačno, kada biste imali slobodan novčani kapital (štednju), lično ili preduzeća kojim rukovodite, da li biste ga uložili u banku (uz određenu kamatu), plasirali u kupovinu akcija drugih preduzeća ili banaka, kupovinu obveznica (države, centralne banke, neke poslovne banke, preduzeća), odnosno investirali u sopstveno preduzeće? Sve to traži određenu procenu prinosa, vremena angažovanja kapitala, sigurnosti povraćaja sredstava, određene olakšice za ulaganja kroz fiskalnu politiku, vremena formiranja i angažovanja sredstava (likvidnosti), rizika ulaganja,

dugoročnih ciljeva ulaganja i dr. Radi se, dakle, o politici plasmana kapitala (ulaganja) i efektima koji se očekuju.

Treba uz to poznavati odnose i mehanizme finansijskog tržišta, stanje i očekivanja u privredi, provera efekata, makroekonomska politika, ali i veoma detaljno složeni svet i mehanizam delovanja tržišta novca i tržišta kapitala (finansijskog tržišta) te bankarski sistem u celini. Problemi izgledaju vrlo složeni, pravi lavirint, no kada se ovlada ovim problemima, tada se uočava njihova logika i određene zakonitosti delovanja. Stoga, njih treba savladati i njima ovladati.

2. VRSTE TRŽIŠTA KAPITALA

Tržište kapitala se definiše kao organizovano susretom ponude i tražnje slobodnih dugoročnih finansijskih sredstava. Na tom tržištu se susreću ponuda i tražnja investicionih novčanih sredstava (štednja) i tražnja takvih sredstava, ako i ponuda i tražnja dugoročnih hartija od vrednosti. Tržište kapitala se sastoji iz: 1) Tržišta dugoročnih kredita, 2) Tržišta kratkoročnih sredstava i 3) Tržišta efekata (dugoročnih hartija od vrednosti). Tržište kapitala obično je organizovano kao tržište dugoročnih novčanih sredstava i tržište efekata.

Tržište dugoročnih novčanih sredstava predstavlja tržište na kome se susreću ponuda i tražnja investicionih sredstava. Na tom tržištu se obično javljaju banke, finansijski subjekti i preduzeća, zavodi za osiguranje i investicioni fondovi. Dugoročni kreditni odnos banaka i komitenata spada u tržište kapitala.

Tržište dugoročnih hartija od vrednosti (securities market) odnosno tižište efekata, javlja se kao primarno i sekundarno tižište efekata. Primarno tržište efekata, videli smo, odnosi se na prvu emisiju efekata, dok se sekundarno odnosi na kasnije kupovanje i prodaju ranije emitovanih efekata na primarnom tržištu. Kupovina i prodaja hartija od vrednosti može da se vrši na zvaničnoj berzi (berzanski promet) i van berze kao vanberzanski promet.

Na primarnom tržištu kapitala vrši se emisija akcija i obveznica. Emisiju može da vrši i korporacija (preduzeće) koje ima veliki rejting, uz saglasnost državne i berzanskih organa koji vrše kontrolu uslova emisije akcija ili obligacija. Time se sprečava emisija hartija od vrednosti stalnog kvaliteta i štite investitore.

Postoje tri osnovna oblika primarne emisije dugoročnih hartija od vrednosti:

1. Direktna emisija,
2. Indirektna emisija,
3. Interna emisija.

Direktna emisija predstavlja takvu emisiju u kojoj su emitent i investitori u direktnoj vezi, bez posrednika (banaka). Direktnu emisiju uglavnom vrše velike

korporacije sa krupnim kapitalom, ugledom i rejtingom. Time se ostvaruje direktan plasman akcija.

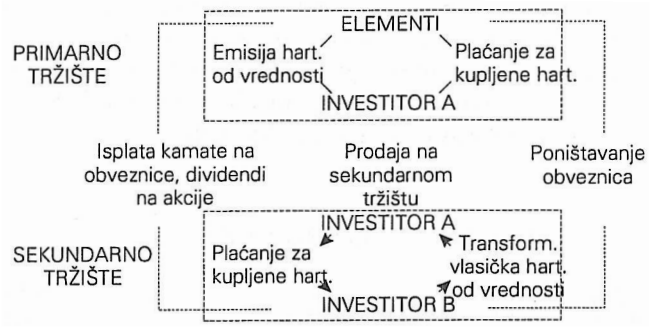
Kod *indirektne emisije* ne može da se izbegne posredovanje investicione banke kao specijalizovane institucije za vršenje svih aktivnosti oko pripreme, emisije i plasmana hartija od vrednosti. Angažovanje banka obično je vezano za: 1) Direktno kupovanje akcija (emitent i banka direktno ugovaraju sve uslove emisije i prodaje), 2) Konkurenrno izabrana investiciona banka koja ponudi najbolje uslove, 3) Ostvarivanje sigurnih komisionih aranžmana sa bankom (banka u stvari vrši komisioni posao).

Interna emisija hartija od vrednosti se vrši kada se emisija vrši na osnovu dobiti stvorene u preduzeću. Ostvarena dividenda se ne isplaćuje u gotovom, već se u visini dividende emituju dividendne akcije. Na taj način se želi - s jedne strane uvećanje kapitala firme, a sa druge zadržavanje učešća postojećih akcionara u preduzeću. Interna emisija se vrši kada se, prema zakonu, kapital firme deli na akcije, a obe podele zaposlenima u preduzeću i menadžerima. To je poznati tip internog akcionarstva ili radničkog akcionarstva. Emitovane interne akcije nisu predmet kupovine i prodaje na tržištu kapitala, mada mogu biti i otvorenog tipa - kada treba sveži kapital preduzeću (prodaja akcija).

Sekundarno tržište kapitala predstavlja takvo tržište efekata na kojem se vrši kupovina i prodaja efekata koji su ranije emitovani. Vlasnici prodajom dolaze do likvidnih sredstava.

Sekundarno tržište kapitala omogućava da jednom emitovane akcije stalno ostaju u cirkulaciji na tržištu, mada menjaju vlasnika. Transakcije na sekundarnom tržištu kapitala vrše se među različitim učesnicima.[1]

TOKOVI IZMEĐU PRIMARNOG I SEKUNDARNOG TRŽIŠTA KAPITALA



Odnosi između emitenta hartija od vrednosti i investitora, preko cirkulacije hartija od vrednosti i plaćanja, jasno se vidi iz prethodne slike.

Treći oblik tržišta kapitala je direktno kupovanje ili prodavanje dugoročnih hartija od vrednosti (preko šaltera) i to sa hartijama sa kojima se trguje na berzama i kojima se urvrđuje kurs na berzama. Ovde su osnovni učesnici na tržištu investicionalni investitori, kompanije, specijalizovani fondovi za plasman kapitala

[1] Pregled učesnika tržišta kapitala dajemo u posebnom delu, kao i njihovu ulogu i funkcije na tom tržištu.

banke, osiguravajuća društva i dr. Ovaj oblik tržišta je direktna konkurencija berzama.

Četvrti tip tržišta kapitala i dugoročne hartije od vrednosti odnosi se na tržište na kojem učestvuju institucionalni investitori, kao što su penzioni fondovi, osiguravajuća društva, investicione kompanije ili pojedinci sa ogromnim finansijskim kapitalom.

Tržište kapitala, videli smo, može biti organizovano ili službeno (efektne berze). Efektne berze kao organizovano sekundarno tržište kapitala ima značajnu ulogu i funkcije u finansijskom sistemu svake zemlje. To pitanje šire razmatramo na drugom mestu.

Neorganizovano ili neslužbeno tržište kapitala predstavlja takvo tržište hartija od vrednosti na kojem se promet kapitala odvija bez posredovanja berze. To ne predstavlja posebnu finansijsku instituciju. Često je promet velikog broja hartija od vrednosti na ovom tržištu veći od prometa na berzama. Trgovanje hartijama od vrednosti na ovom tržištu odvija se najčešće direktno između dilera i brokera, koji istupaju za račun klijenata, često koristeći pri tome telefon, faks, kompjuter. Tehnika i brzina trgovanja su vrlo razvijeni.

Vanberzansko trgovanje hartijama od vrednosti šire smo istražili u posebnom delu ovog rada.[2]

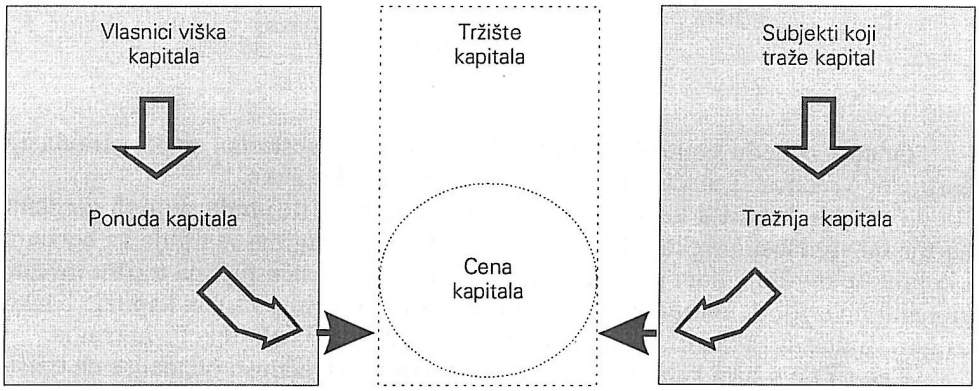
3. INSTITUCIJE NA TRŽIŠTU KAPITALA

Tržište kapitala predstavlja mehanizam preko koga se susreću ponuda i tražnja dugoročnih novčanih sredstava sa osnovnim ciljem kapitalizacije (ostvarivanje profita).

Kao i svako tržište na ovom specifičnom tržištu javljaju se ponuda i tražnja kapitala (štednja) i dugoročnih hartija od vrednosti - što je samo specifičan oblik finansijskog plasmana investicionih novčanih sredstava. Različiti subjekti koji imaju trenutno višak novčanog kapitala (neuposleni novčani kapital) na tržištu kapitala javljaju se na stranu formiranja ponude kapitala.

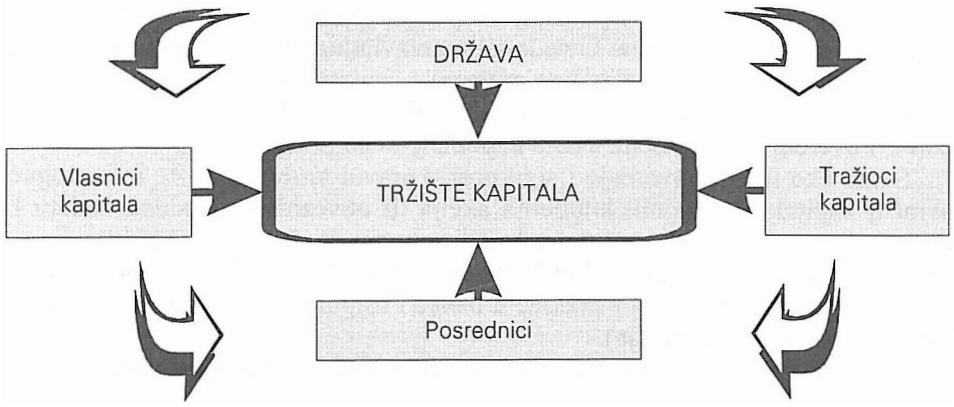
[2] Videti deo: Vanberzansko trgovanje hartijama od vrednosti.

TRAŽNJA I PONUDA KAPITALA



Sa druge strane brojni subjekti koji imaju potrebe za finansijskim sredstvima za određena ulaganja (investicije) javljaju se na strani formiranja tražnje kapitala. Mehanizam koji približava i suprotstavlja ponudu i tražnju kapitala je tržište kapitala, sa odgovarajućom cenom kapitala. Na tom tržištu se javljaju i određeni posrednici između vlasnika viška (ponude) kapitala i uzajmilaca (tražnje) kapitala.

SUBJEKTI NA TRŽIŠTU KAPITALA



Na tržištu kapitala javljaju se sledeći učesnici, grupisani funkcionalno:

1. *Vlasnici kapitala,* odnosno *ponuđači kapitala.* Ovde spada veliki broj subjekata koji raspolažu slobodnim novčanim kapitalom, koji nastoje da ga oplode (kapitalizuju). Ovde spadaju: banke, privredni subjekti, država, stanovništvo. Plasman kapitala omogućava im dobijanje kamate (obveznice) ili dividende (akcije).
2. *Tražioci kapitala* na tržištu u koje spada veliki broj preduzetnika, menadžera, preduzeća, banaka, država, stanovništvo - koje trebaju kapital za ulaganje

iz kojih očekuju profit. Oni su spremni da plate kamatu ili dividendu[3] u zavisnosti o kakvim hartijama od vrednosti je reč.

3. *Finansijski posrednici na tržištu kapitala* (finansijskom tržištu) koji predstavljaju institucije koje treba da omoguće lako susretanje ponude i tražnje kapitala i procese njihovog uravnotežavanja. U ovu grupu uglavnom se mogu svrstati sledeće: banke, druge finansijske institucije, posredničke institucije, berze i dr. Broj i vrste posrednika zavise od nivoa razvoja finansijskog sistema, finansijskog tržišta, a posebno tržišta kapitala.
4. *Država i državni organi kao učesnici* (na stmi ponude i tražnje) regulatori odnosa na tržištu kapitala (berzi) i kontrolori tržišta kapitala.
5. Svi ovi učesnici na tržištu kapitala, videli smo, mogu biti institucionalizovani i vaninstitucionalni (kada deluju kao netržišne institucije).

Često se učesnici na tržištu kapitala posebno tretiraju kao: investitori, banke, preduzetnici, specijalizovane finansijske institucije, berze, država. Banke se na tržištu kapitala, vidimo, mogu javiti u nekoliko funkcija: investitora, preduzimača, ponuđača kapitala, posrednika na berzi. Država se uglavnom javlja kao: investitor, preduzetnik, ponuđač kapitala, regulator tržišta i kontrolor.

Investitori na tržištu kapitala moraju imati puno poverenje u mehanizam tržišta kapitala, sigurnost, stabilnost, investicije ovog tržišta, a s druge strane u državu kao regulatora i kontrolora ovog tržišta. U razvijenim tržišnim ekonomijama ovi uslovi uglavnom su ispunjeni, osim u periodima kriza koje duboko potresaju berze i finansijska tržišta. U nedovoljno razvijenim privredama i sa nerazvijenim finansijskim tržištem uglavnom poverenje investitora u ove institucije (čak i banke, bile privatne ili državne) izostaje, ali i u regulativnu i kontrolnu moć države. Poverenje u institucije tržišta kapitala obično je dosta nisko.

Samo ako imaju poverenje i sigurnost u pravni sistem, koji će im omogućiti povraćaj kapitala (prodajom kupljenih akcija ili obveznica) i urednu isplatu kamate ili dividende, investitori će pokazati spremnost da svoj kapital usmere na tržište kapitala i kupovinu određenih hartija od vrednosti. U protivnom slobodni (neuposleni) novčani kapital usmeriće u banke i osigurati čvrsti kamatni prinos (to su uglavnom sigurna ulaganja).

Regulativa na tržištu kapitala ne sme da investitora dovede u neravnopravan položaj u odnosu na druge učesnike na ovom tržištu.

Korisnici kapitala javljaju se na tržištu kapitala kao kupci kapitala (od investitora). Aktivnosti korisnika (tražioca) kapitala svodi se na primarnu emisiju efekata i sve operacije koje se tiču sekundarnog tržišta kapitala (trgovina ranije emitovanim hartijama od vrednosti). Sve što se tiče donosa investitora prema tržištu kapitala, o čemu je napred bilo reči, odnosi se i na tražioce kapitala.

Posrednici na tržištu kapitala su institucije koje deluju na brzinu, obim i kvalitet transakcija na ovom tržištu. Razvoj finansijskog tržišta i razvoj (broj i kvalitet) finansijskih posrednika su u direktnoj vezi.

[3] Država deluje određenim instrumentima makroekonomske politike i na vlasnike kapitala (ponudu) i na tražioca kapitala (investitore) u sklopu regulisanja investicija, potrošnje, štednje, kamate, oporezivanja, javnog duga i ukupnih uslova na tržištu kapitala).

U finansijske posrednike na tržištu kapitala uglavnom se svrstavaju sledeće institucije: 1) Banke, 2) Druge finansijske organizacije kao posrednici, 3) Investicioni fondovi, 4) Berze, kao specijalizovane institucije na tržištu kapitala.

Banke kao posrednici na tržištu kapitala su dominantne institucije ovog tržišta. One se javljaju istovremeno kao investitori koji plasiraju svoj kapital na tržištu kapitala (u svoje ime i za svoj račun), korisnici (tražioci) kapitala i komisionari (posrednici) koji mobilišu kapital u svoje ime, a za račun investitora. U razvijenim tržišnim ekonomijama sa razvijenim tržištem kapitala banke učestvuju u svim transakcijama na tržištu kapitala između 35% i 80%, a u nekim privredama i preko 90%.[4] Pored banaka u nekim zemljama kao učesnici na tržištu kapitala javljaju se i štedionice i štedno-kreditne zadruge.

Investicioni fondovi u većini razvijenih privreda javljaju se kao najpogodniji oblik mobilizacije kapitala, ali i kao velika konkurencija bankama. Fondovi se osnivaju kao akcionarska društva ili kao javno-pravni subjekti. Osnivači investicionih fondova su privredni subjekti vlasnici kapitala, drugi vlasnici kapitala, a to može biti i država.

Fondovi se smatraju nebankarskim finansijskim institucijama. Investicioni fondovi mogu imati zatvoren ili otvoren oblik. Zatvoren tip investicionog fonda imamo kada vlasnici akcija fonda mogu slobodno da ih prodaju na sekundarnom tržištu kapitala. Investicioni fondovi otvorenog tipa osnivaju se na isti način (akcionarstvo) s tim da vlasnici akcija mogu da ih prodaju direktno i drugim fondovima, čime mogu povlačiti kapital uložen u određeni investicioni fond. Investicioni fondovi mogu biti osnovani i od strane države, što je često slučaj u nerazvijenim privredama i privredama koje nemaju razvijeno finansijsko tržište, posebno tržište kapitala. Osnovni ciljevi osnivanja investicionog fonda su: lakše dolaženje do velikog broja malih, sitnih štediša; osiguravanje visokog stepena sigurnosti investitorima za uloženi kapital, a često i sasvim određeni projekti za koje se prikuplja kapital.

Ka *specijalizovani Jinansijsld posrednici na tržištu kapitala* uglavnom se ja-vljaju sledeće institucije: 1) Osiguravajuća dmštva, 2) Penzioni fondovi, 3) Holding kompanije, 4) Specijalizovane institucije za preuzimanje i plasman primarne emisije hartija od vrednosti, 5) Privatae brokerske i dilerske kuće, 6) Konsalting fmne.

Osiguravajuća društva i penzioni fondovi i dr. su najpoznatiji specijalizovani posrednici koji imaju institucionalni karakter. Ovo se posebno odnosi na razvijene privrede. Oni raspolažu velikom masom kapitala. Ova društva i njihov kapital u velikom meri utiču na uravnotežavanje ponude i tražnje na tržištu kapitala.

Holding kompanije i druga snažna akcionarska društva u svom sastavu često imaju posebne finansijske institucije koje posluju na tržištu kapitala u svoje ime a za račun holdinga.

Institucije za preuzimanje i plasman efekata predstavljaju snažnu grupu učesnika na tržištu kapitala (tržište efekata) čiji je osnovni cilj zarada u vršenju spekulativnih poslova. Ove institucije preuzimaju emitovane efekte po nominalnom (emisionom) kursu, a prodaju po tržišnom - koji je uglavnom viši. Poslovi i investicije

[4] Dr Tihomir Jovanovski, op. cit., str. 167.

koje se bave spekulativnim poslovima su pod stalnom kontrolom države, kontrolnih institucija i berzanskih organa.

Berze kao posebne institucije tržišta kapitala široko smo obradili u drugim delovima ovog rada i nema potrebe da ovde o njima šire govorimo.

Država na tržištu kapitala ima ogromnu ulogu. Videli smo da se država na tržištu kapitala može da javi sa različitim ulogama: kao investitor, kao korisnik (tražilac) kapitala, kao regulator i kontrolor tržišta.

Uloga države kao investitora ili korisnika kapitala je veoma značajna, jer često se država javlja kao veliki investitor ili tražilac kapitala. Država se često javlja kao najveći korisnik kapitala odnoseći sa tržišta kapitala najveći deo. To je poznati "efekat istiskivanja", kada država istiskuje privatai kapital sa tržišta kapitala.

Ako se na tržištu kapitala pojavi uznemirenost (oscilacije na berzi, kriza berze) tada se država često javlja kao regulator ponude i tražnje i smirivanje tržišta (berze). Ako je ponuda kapitala mala prema tražnji država se često javlja ponudom kapitala (investitor), čime smiruje negativne berzanske oscilacije. Ako se javlja veća ponuda od tražnje kapitala tada se država javlja kao tražilac (korisnik) kapitala, čime vrši stabilizirajuću funkciju na ovom tržištu. Država time slično deluje na tržištu kapitala, kao što centralna banka deluje preko "politike otvorenog tržišta" na tržište novca kratkoročnih hartija od vrednosti.

Delujući u funkciji regulatora i kontrolora na tržištu novca država mora da deluje objektivno i neutralno, ne zastupajući pojedinačne ili grupne interese. Regulativna uloga države mora biti autonomna, ali i vrlo efikasna zbog poverenja svih subjekata tržišta kapitala.

Najčešće se državna regulativna funkcija na tržištu kapitala svodi na sledeće:

1. Regulisanje pristupa svih subjekata na tržištu kapitala,
2. Subvencionisanje kamata za određene prioritetne sektore,
3. Fiskalne beneficije i stimulansi na pojedine hartije od vrednosti (sektora, grana, ekonomskih subjekata),
4. Premiranje pojedinih oblika štednje i formiranje kapitala,
5. Delovanje na snižavanje kamatne stope,
6. Delovanje na smanjenje ili povećanje tražnje kapitala na finansijskom tržištu,
7. Preduzimanje određenih mera i instrumenata kojima se ograničava ili povećava proces transformacije novca u kapital u okvira bankarskog sistema,
8. Provođenje određene monetarne politike preko centralne banke kojom se olakšavaju ili otežavaju uslovi formiranja likvidnosti kapitala, ali i investicione želje subjekata,
9. Preduzimanje mera kojima se štite kako ulagači kapitala, tako i korisnici kapitala na tržištu.

Država u ulozi regulativa tržišta kapitala tu ulogu ostvaruje preko celokupnog instrumentarija koji ima na raspolaganju:

1. Zakonska regulativa kojom se regulišu sva pitanja sistemskog karaktera a koja se tiču funkcionisanja tržišta kapitala,
2. Formiranje određenih institucija države koji treba da vrše nadzor ili daju odobrenje za rad (Komisija za registraciju emisije hartija od vrednosti, Komisije za davanje saglasnosti za plasman emisije na berzi efekata).

Država ima i ulogu kontrolora i revizora ukupnih odnosa na tržištu kapitala i poslovnih transakcija, čije sprovođenje osigurava preko veoma razgranatog i efikasnog aparata. Ovde se ima u vidu kontrola urednog sprovođenja zakonske regulative na tržištu, kontrola i nadgledanje rada efektne berze i organa berze, kontrola portfelja efekata kod subjekata tržišta kapitala, kontrola svih vidova informacija na tržištu kapitala, posebno informacije sa berze i dr.

U svim odnosima na tržištu kapitala i delovanju institucija ovog tržišta bitaa su dva načela: 1) Načelo međusobnog poverenja, i 2) Načelo zajedničke (dvostrane) koristi učesnika na tržištu.

4. TRŽIŠTE KAPITALA I BERZE

Berza predstavlja posebno stalno tržište na kojem se, po unapred utvrđenim kriterijima i pravilima, ali i vremenskim sekvencama, kupuje određena roba. Predmet kupovanja i prodaje na berzama mogu biti novac, devize, hartije od vrednosti (akcije, obveznice) i roba. Sa stanovišta predmeta poslovanja sve berze se mogu podeliti na:

1. Efektne berze (ili tržište kapitala),
2. Novčane berze (tržište novca),
3. Devizne berze,
4. Robne ili produktne berze.

1) EFEKTNE BERZE (TRŽIŠTE KAPITALA)[5]

Šta su efektne berze ili berze efekata?

[5] U zavisnosti od vrste poslova razlikujemo različite vrste berzi. Međutim, zajedničko svim berzama je postojanje određenih organa berze: 1) Organ za rukovođenje berzom, 2) Komisija za registraciju i davanje dozvole za plasman emisije efekata na berzi, 3) Udruženje berzanskih maklera, 4) Berzanski sud, arbitraža i sud časti.
Organ za rukovođenje berzom čine predstavnici banaka, zvanični makleri, i drugi članovi berze, emitenti efekata, investicioni fondovi i drugi institucionalni investitori. Poslovni organ berze donosi pravilnik o radu berze, donosi berzanske uslove za rad, vrši kontrolu i nadzor nad radom berze i vodi disciplinski postupak.
Profesionalno udruženje maklera čine samo predstavnici zvaničnih maklera. Ono vrši kontrolu rada maklera, vrši raspodelu nadležnosti među maklerima, vrši kontrolu berzanskih kurseva, učestvuje u pripremi liste efekata koji se kotiraju na berzi.

Kako funkcionišu berze? Ko se može pojaviti na berzi? Kakve su funkcije berzi? Sve su to pitanja koja se moraju postaviti.

Tržište kapitala (efektne berze) odnose se na onaj deo finansijskog tržišta na kojem se kupuje i prodaje finansijski kapital (akcije, obveznice, certifikati). Tržište kapitala obezbeđuje investitorima - preduzećima, pojedincima, društvima, korporacijama, državi, dolazak do slobodnih (ponuđenih) kapitala, uz brzu izmenu strukture investicionih portfelja, transformaciju štediša (vlasnika kapitala) u poverioce, uz alokaciju finansijskih sredstava u rentabilne investicione projekte. Efektna berza stoga predstavlja specijalizovano tržište kapitala na kojem se vrši komisiona prodaja hartija od vrednosti dugoročnog karaktera (uglavnom iznad roka od jedne godine). Berza efekata, dakle, predstavlja finansijsku instituciju na kojoj se koncentriše ponuda i tražnja kapitala (novčanog i efekata).

U čemu je smisao akcionarskog (berzanskog) poslovanja? Osnovni smisao je u tome što se preko berzi (tržišta kapitala) vrši ubrzavanje i uvećavanje privrednih i finansijskih tokova putem emisije i prometa svih vrsta hartija od vrednosti (kako kratkoročnih, tako i posebno, dugoročnih). Poseban značaj, čak dominantan, imaju akcije i obveznice. Smisao trgovanja efektima je u tome da se svi nalozi za kupovinu efekata izvrše po najnižim cenama, a svi nalozi za prodaju po najvišim cenama. To znači da se tekuće cene efekata formiraju na osnovu ponude i tražnje na tržištu kapitala. Informacije o izvršenim kupovinama i prodajama i cenama hartija od vrednosti objavljuju se u finansijskoj i dnevnoj štampi, što praktikuje svaka berza.[6]

Drugačije rečeno, efektne berze predstavljaju moderno organizovan tržišni mehanizam, institucije opremljene savremenim sistemom za komuniciranje, to su institucije čije informacije o kretanju kurseva efekata imaju prvorazredan značaj za vođenje poslovne politike svih subjekata, ali i za vođenje makroekonomske politike. Stabilnost kretanja na efektnoj berzi (kurseva, ponude i tražnje je osnova stabilnosti celokupne ekonomije. Ali i obrnuto.

Funkcija berze efekata je da obezbedi stalno tržište hartija od vrednosti "po cenama koje ne odstupaju bitno od onih kojima su prethodno prodate". Kontinuitet berze efekata smatra se neophodnim za očuvanje likvidnosti hartija od vrednosti, bez koje bi se teško mogla privući sredstva (kapital) investitora koji ulažu u te efekte. Kontinuitet ovog tržišta smanjuje i kolebanje cena hartija od vrednosti (efekata), što povećava njihovu likvidnost, odnosno sposobnost lake i brze konverzije u gotov novac putem prodaje hartija od vrednosti na ovom tržištu. Na taj način vlasnici ovih portfelja vrlo brzo mogu da menjaju strukturu svoje imovine, čineći je (prema potrebama) više ili manje likvidnom. U tim izmenama strukture imovine mogući su i gubici ili dobici, u zavisnosti od cena efekata na tržištu kada se vrši njihova kupovina ili prodaja.

Efektne berze mogu biti: 1) Terminske berze, na kojima se vrše transakcije hartijama od vrednosti u kojima se obaveze ne izvršavaju odmah (promptno), ili neposredno nakon zaključenja ugovora, već u nekom unapred utvrđenom roku, 2)

Komisiju za registraciju i davanje dozvole za plasman efekata na berzi sačinjavaju predstavnici banaka članova efektne berze, predstavnici firmi koje ne učestvuju na berzi. Osnovni zadatak Komisije proizilaci iz njenog naziva.

[6] The Wall Street Yournal publikuje izveštaj o cenama akcija na Njujorškoj berzi. Na isti način se radi na Ciriškoj berzi, Tokijskoj, Frankfurtskoj berzi, Londonskoj berzi i dr.

Promptne berze efekata, na kojima se ugovaraju poslovi i vrše transakcije dnevno (promptno).

2) NOVČANE BERZE (TRŽIŠTE NOVCA)[7]

Novčane berze predstavljaju tokove 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 (kamate) efikasnije i brže nego na drugim tržištima. Istovremeno je pregled ponude i realizovane tražnje novca znatno bolji. Na berzi novca se vrši kupovina i prodaja kratkoročnih novčanih sredstava, kratkoročnih hartija od vrednosti, koje se kotiraju na ovom tržištu. Predmet kupovine i prodaje novca odnosi se samo na žiralni ili depozitni novac (viškovi novca utvrđeni na određeni dan i sat). Predmet kupovine i prodaje kratkoročnih hartija od vrednosti na ovom tržištu odnosi se samo na hartije od vrednosti koje emituje Centralna banka, ili ona proglasi takvim hartijama od vrednosti. To je primarno novčano tržište. Na tzv. sekundarnom tržištu novca se vrši kupovina i prodaja svih oblika kratkoročnih hartija od vrednosti.

Višak žiralnog (depozitnog) novca, uglavnom kod banaka, čini ponudu, a kupovina ovog novca tražnju.

3) DEVIZNA BERZA

Na deviznim berzama se vrši kupovina i prodaja deviznih sredstava. Na ovom tržištu se usklađuju ponuda i tražnja deviza i utvrđuje devizni kurs, kao cena devize.

Na deviznom tržištu sve devizne operacije vrše brokeri, bez mogućnosti kupovine u svoje ime i za svoj račun. Na ovom tržištu se javljaju i dileri kao trgovci devizama koji u ovlašćenim bankama (kao učesnicima na deviznom tržištu) obavljaju kupovine i prodaje deviza.

Na deviznim berzama se obavljaju promptni i terminski poslovi.

Promptni poslovi se odnose na svaku kupovinu i prodaju deviza koje se obavljaju odmah (promptno) ili najkasnije dva dana od obavljene operacije. Ovde Centralna banka može intervenisati u cilju zaštite deviznog kursa ili velikih fluktuacija kurseva, kada oni osciliraju iznad ili ispod gornje i donje granice dozvoljene oscilacije (koje određuje Centralna banka).

Terminski poslovi se odnose na sve kupovine ili prodaje deviza, na određeni odloženi rok, bez intervencije Centralne banke u zaštiti deviznog kursa. Na terminskom tržištu devizni kursevi mogu znatno više oscilirati i u većim rasponima u odnosu na promptno tržište, što je i osnova za nastanak većeg deviznog rizika kod ovih transakcija.

[7] U ovom radu na drugom mestu smo široko razradili - berza novca.

5. UČESNICI U BERZANSKIM POSLOVIMA

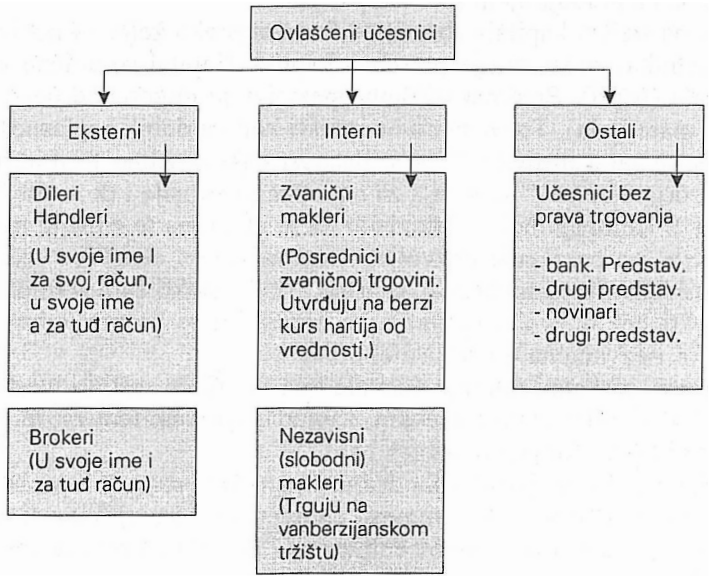
Svi učesnici u berzanskim transakcijama mogu se svrstati u tri grupe:

1. Berzanski posrednici (mešetari),
2. Berzanski trgovci (dileri, brokeri, džoberi),
3. Ostali učesnici na berzi efekata.

Na efektnim berzama učestvuju tri osnovne grupe učesnika:

1. Berzanski posrednici ili mešetari (engl. Brokeri, nemački-makleri). To su interni učesnici na berzi,
2. Berzanski trgovci (dileri u SAD, brokeri i džoberi u V. Britaniji, handleri u Nemačkoj), koji čine predstavnici banaka, investicionih fondova i drugih posredničkih institucija. Ovu grupu učesnika svrstavamo u eksterne učesnike na berzi,
3. Ostali učesnici na efektnoj berzi, bankarski i drugi posrednici (bez ovlašćenja za trgovanje na berzi).

UČESNICI NA EFEKTNOJ BERZI



Svi učesnici na berzi su uključeni u poznate berzanske špekulacije. Berzanska špekulacija podrazumeva kao pretpostavku veliki broj učesnika na berzi, visok životni standard, veliki broj štediša - ponudu kapitala, preduzetnika - pozajmilaca. Sve su to "igrači na berzi" koji žele da ulože novac u poslove berzanskih transakcija, odnosno pozajme kapital na berzi u cilju investiranja. Špekulacija je vezana za

motiv određenog dobitka ulaganjem u određeni posao, ali neizvesnosti da će se taj dobitak ostvariti - stoga postoji RIZIK ulaska u tokove operacije na berzi.

Berzanski špekulanti kupuju danas određene hartije od vrednosti u očekivanju da će ih kasnije (u pogodnom trenutku) uspeti unosnije prodati (Bull-bik), odnosno prodaju hartije od vrednosti sada u očekivanju da će ih u nekom kasnijem periodu moći povoljni (po nižoj ceni) kupiti (Bear-medved). Isto se odnosi i na vlasnike novca, deviza, štednje koje ih ulažu u hartije od vrednosti u očekivanju da će prinos na te hartije od vrednosti biti veći od kamate na oročena sredstva u banci.

Dozirana i umerena špekulacija na berzi je normalna i potrebna, jer bi u suprotnom izostale berzanske transakcije, pa i poslovanje berze. Tada bi investitori (preduzeća) do potrebnog kapitala dolazila uglavnom preko kredita kod banaka, a to su potpuno različiti izvori sredstava od sredstava osiguranih emisijom hartija od vrednosti (trajni kapital, nasuprot kreditnom obliku kapitala banaka koji se mora vraćati, zajedno sa kamatom).

6. BERZANSKI POSLOVI I NAČIN POSLOVANJA BERZE

Preduzetništvo, odnosno akcionarstvo, kojem je osnovni cilj ostvarivanje što većeg profita, odnosno dohotka, je motorna snaga berzanskog poslovanja (tržišta kapitala). Svaki preduzetnik (preduzeće, akcionarsko društvo i dr.) želi da ostvari što veći dobitak na uloženi kapital, zbog toga se uspešnost preduzetništva i meri stopom prinosa na predujmljeni (uloženi) kapital.

Tražnja na tržištu kapitala (berzi) se formira preko želje za novim investiranjem preduzetnika, za šta mu je potreban kapital. Kapital se obično prikuplja na tržištu kapitala (berzi). Predmet tržišnih operacija su dugoročne berzanske robne (berzanskog materijala). To su samo oni efekti koji su dobili saglasnost same berze, kao registrovanog instituta. Ovu saglasnost daje posebno formirana komisija, kao zvanični organ berze ("Komisija za registraciju emisije i dozvolu plasmana na berzi efekata"). Komisija izdaje i dozvolu da se efektima te emisije može trgovati na berzi. Dakle, na berzi nije dozvoljeno trgovati svim efektima već samo onim koji su dobili dozvole od nadležne komisije. To su efekti sa dozvolom trgovanja. Postoje i efekti bez dozvole trgovanja na berzi, čiji se promet odvija van berze (vanberzanska, nezvanična trgovina efektima).

Registracija efekata i davanje dozvole ima za cilj da zaštiti investitore (kupce efekata) od lažnih informacija, prevara, zabluda, koje emitent može učiniti prilikom emisije efekata (akcija, obveznica i sl.).

Komisija pri izdavanju dozvola dužna je upoznati javnost i sve buduće kupce o svim elementima iz poslovne aktivnosti emitenta i njegovoj finansijskoj situaciji. Dozvola se izdaje na pismeni zahtev emitenta. U emisiju efekata se često uključuje i banka, što daje i veći kvalitet i sigurnost efekata.

U pripremi za emisiju određenih efekata (akcija ili obveznica) postoji određena procedura koje se emitent mora pridržavati. Pre svega, utvrđuje se visina kapitala kojeg treba prikupiti emisijom i prodajom efekata, određuje se kamatna stopa (kada se emituju obveznice), odnosno dividenda (kada se emituju akcije), kako će se izvršiti prva prodaja (preko banaka, samostalno). Paralelno s tim mora se osigurati i dozvola za emisiju i prodaju efekata na tržišru (berzi).

Emitovanje hartija od vrednosti (efekata) može biti interno i eksterno. Interno se odnosi na kupovinu hartija od vrednosti od strane radnika u preduzeću (emitentu) dok je eksterni vezan za finansijsko tržište (tržište kapitala, berzu).[8]

Osnovna fmkcija berze (tržišta kapitala) jeste da po strogo utvrđenim pravilima ponašanja učesnika u berzanskom poslovanju, dovede do sučeljavanja tražnje i ponude kapitala. Kapital je uvek predmet kupovine i prodaje. Osnovni uslov u tim odnosima je cena kapitala. Cena kapitala je rezultat suprotnih interesa kupca i nudioca kapitala, obično se formira kao rezultat ponude i tražnje kapitala. Na taj način u uslovima ograničene ponude kapitala berza omogućava da se kapital plasira u one projekte gde će odbaciti najveće efekte.

Uspešnost ili neuspešnost berze ogleda se u tome koliki je promet kapitala u njoj, stabilnost cena efekata i stabilnost određene berze. 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 učesnika na berzi.

Paralelno s tim obično se ističu i sledeći faktori uspešnosti berze:

1. Strukturalna neuravnoteženost tržišta, koji je deo ponude i tražnje izvan berzanskog poslovanja,
2. Stepen slobode tižišta, odnosno visina, broj ograničenja tržišnih zakonitosti,
3. Stepen racionalnog ponašanja preduzetnika - investitora,
4. Opšta finansijska situacija zemlje,
5. Međusobna povezanost berzi,
6. Stabilnost ili nestabilnost privrede (inflacija, kolebanje kurseva, visina kamate, profiti).

Paralelno s tim, koriste se i određeni finansijski indikatori kojima se određuje rast i nivo berzanskog poslovanja:

1. Veličina berze - meri se kapitalizacijom i brojem kotiranih kompanija, stopa kapitalizacije, (učešće vrednosti svih akcija na toj berzi u društvenom bruto proizvodu).

[8] Đ. Jovanović: Pribavljanje kapitala putem emitovanja akcija, Finansije, Beograd, br. 5-6, 1993.

2. Likvidnost berze - što predstavlja sposobnost da se akcije vrlo lako kupuju i prodaju na berzi. Uglavnom se utvrđuje na dva načina: a) Odnos ukupne vrednosti akcija na berzi i bruto proizvoda zemlje, b) Odnos obrta vrednosti svih akcija na berzi i obima prometa u zemlji,
3. Kolebljivost berze - meri se godišnjom standardnom devijacijom prinosa akcija. Niža kolebljivost znači da je u pitanju razvijenije finansijsko tržište,
4. Koncentracija na berzi - stopa kapitalizacije za deset najvažnijih akcija na berzi,
5. Formiranje cene akcija - stepen arbitraže, odstupanje cena akcija u procentu i vremenu trajanja u odnosu na vodeće svetske berze.

Najveći značaj u delovanju brojnih faktora na efikasnost berze jeste kamata kao cena kapitala. Ni u jednoj zemlji gde postoje berze kamata i njene oscilacije nigde nisu prepušteni slobodnom delovanju ponude i tražnje.

Kamatna politika je područje svesnog delovanja državne ekonomske politike i brojnih drugih mera makroekonomske politike (posebno monetarno-kreditne politike).

Berzanski poslovi na efektnim berzama obuhvataju sledeće poslove:

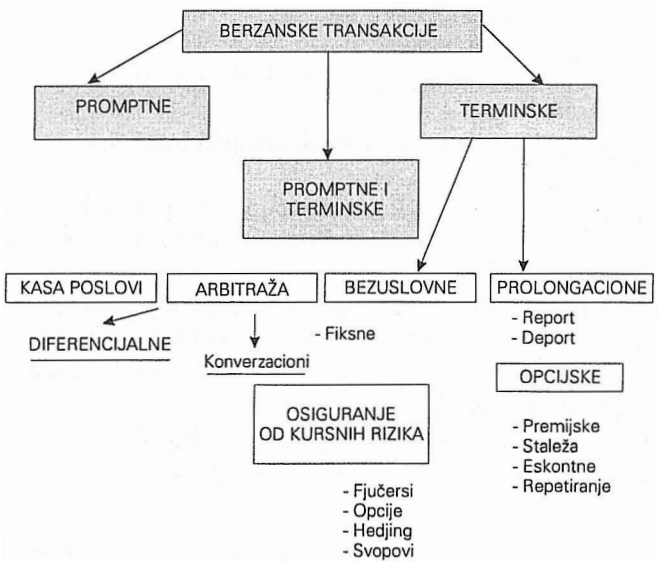
1) PROMPTNI, U GOTOVU (CASH), MASA ILI SPOT POSLOVI

Ovi poslovi obuhvataju kupovinu ili prodaju efekata odmah po zaključenju dogovora o kupovini ili prodaji, a najkasnije u roku od pet radnih dana od dana zaključenja ili u vrlo kratkom roku ne sadrži rizik za učesnike posla. U promptne poslove obično se navode kasa poslovi i arbitraža (diferenciona, konverzaciona), dok se u terminske ubrajaju bezuslovni i polongacioni poslovi).

2) TERMINSKI BERZANSKI POSLOVI NA EFEKTNIM BERZAMA

Odnose se na poslove sklopljene na određeni rok. To su svi poslovi kod kojih se javlja određena vremenska distanca od dana zaključenja posla do njegovog izvršavanja. Najčešće je rok unapred određen i iznosi od 15 - 30 dana po zaključenju posla o kupovini ili prodaji na efektnoj berzi. Ovaj oblik poslova omogućava da u međuvremenu cena efekata poraste ili padne, što je prilika da se u njih uključe špekulanti, odnosno da se na njima razviju spekulativni poslovi na berzi.

VRSTE BERZANSKIH POSLOVA



7. FORMIRANJE PONUDE I TRAŽNJE KAPITALA U FUNKCIJI BERZANSKOG POSLOVANJA

Poslovanje berze se zasniva na novčanim sredstvima (kapitala) sa dugim rokom, obično preko godine dana. Ovaj kapital potiče iz tri osnovna izvora:

Štednje pojedinih sektora, ili odložena potrošnja (stanovništva, korporacija, država),

Transformisani tekući novac u kapital preko bankarskog sistema (procesom konverzije kratkoročnih i dugoročna sredstva), Pribavljeni kapital u inostranstvu.

Osnovni izvor ponude kapitala je štednja na duži rok, koja čini i preko 80% ukupne ponude kapitala na tržištu kapitala (berzi).

Štednja se uglavnom javlja kao razlika raspoloživog dohotka sektora i tekuće potrošnje (izdataka) toga sektora:

$$S = Y-C$$

Kod sektora stanovništva štednja predstavlja razliku između ukupnih novčanih primanja i ukupnih novačnih izdavanja. U okviru sektora preduzeća i javnog sektora štednja ima oblik akumulisanog dela neto dobiti (profita).

Ponuda kapitala (štednje) sektora stanovništva zavisi od brojnih materijalno-finansijskih i nematerijalnih (subjektivnih) faktora. Smatra se da postoji preko 27 faktora formiranja štednje u sektora stanovništva.[9]

Privredni sektor kao sektor ponude kapitala (štednje, akumulacije) motivisan je pre svega maksimalizacijom neto dobiti (profita). To je izraz uspešnosti preduzetnika i preduzetničke ekonomije, ali i izraz sposobnosti za rast i razvoj (firme, preduzeća, ekonomije). Ukoliko se veći deo neto dobiti akumulira u preduzeće stvara se veći kapital preduzeća, veći stepen samofinansiranja (manja zavisnost od eksternih izvora finansiranja), ali i veća potencijalna ponuda kapitala na berzi.

Javni sektor (država, institucije društvene nadgradnje) stvara akumulaciju preko viška prihoda nad rashodima, često u cilju ekonomske funkcije države u cilju osiguranja kapitala, za usmeravanje razvoja privrede (i preduzeća), finansiranja posebnih programa od opšteg značaja - u koje privatni kapital zbog niske profitne stope i dugih rokova ne želi ulaziti. Vrlo razvijene ekonomske funkcije savremene države troše sve veći kapital, čime država postaje najveći apsorbator kapitala na tržištu kapitala (odvlačenje kapitala sa tržišta, "istiskivanje" privatnog sektora sa tog tržišta - ckowding out). Ovaj sektor uglavnom je postao deficitaran, uz ogromne budžetske deficite, javni dug države, dopunsku emisiju novca kod Centralne banke za potrebe javne potrošnje.

Transformacija dela tekućeg novca (depozita) kod banaka u kapital banaka, kao poseban oblik ponude kapitala dobija sve više na značaju. Ovaj deo ponude dobija oblik bankarskog kapitala.

Banke prikupljanjem depozita stvaraju svoje različite oblike izvora sredstava. Struktura depozita je različita, od depozita po viđenju, do depozita na rok od jedan mesec, tri meseca, šest meseci, godinu, dve, pet itd. Svi depoziti do godine dana tretiraju se kao depoziti po videnju. Samo depoziti preko godine dana imaju karakter kapitala. Banke imaju sposobnost da deo depozita po viđenju (i do 20-30%) transformišu (plasiraju) u dugoročne oblike plasmana, čime pretvaraju kratkoročna u dugoročna sredstva, bez opasnosti od pojave finansijske neravnoteže u bilanse banaka i tržišne neravnoteže. Time banke "prerađuju" novac u kapital.

Banke nastoje da imaju što veće iznose oročenih sredstava na duže rokove i što veći broj deponenata, što dovodi do stalnog povećanja depozita, njihove stabilnosti, a to omogućava bankama da deo tih kratkoročnih sredstava plasiraju na duže rokove od rokova na koje su deponovana u bankama. Banka time ne ugrožava svoju likvidnost i solventnost, sve do određene granice konverzije. Kada banke preterano koriste kratkoročna sredstva u dugoročne plasmane, tada postoji opasnost da uđe u zonu nelikvidnosti i insolventnosti. Bitno je za svaku banku da ovaj proces konverzije kratkoročnih sredstava u dugoročne vrši u određenim granicama, vodeći računa o svojoj likvidnosti (dinamici priliva i odliva sredstava, tekućem prilivu i odlivu, obavezama i potraživanjima i dr.).

---

[9] Osnovni faktori štednje (ponude kapitala, neutrošenog dohotka) mogu se svesti na sledeće: visina raspoloživog dohotka, per capita dohodak, društveno bogatstvo, razvijen bankarski i kreditni sistem, poverenje, očekivanja, sigurnost posla, sistem kreditiranja, visina kamatne stope, stabilnost privrede (inflacija), dopunski izvori prihoda, starosna struktura stanovništva, opšti privredni tokovi i dr. Postoji oko 27 faktora štednje.

Motiv banaka da vrše ovu transformaciju je u tome što je kamatna stopa na dugoročne plasmane veća od kamate na kratkoročne plasmane, mada postoje i drugi motivi (specifični za svaku banku).

Ponuda kapitala na tržištu kapitala (berzi) preko pribavljanja kapitala u inostranstvu, može se ostvarivati na kreditnoj osnovi ili ulaganjem kapitala u domaća preduzeća na vlasničkoj osnovi.

Dugoročno posmatrano, ali i po ukupnim efektima kapitala u nacionalnoj privredi, racionalniji je metod pribavljanja kapitala na vlasničkoj osnovi. Time se povećava ponuda kapitala na tržištu, a ne smanjuje kapital na osnovu otplate glavnice. Odliv kapitala nastaje samo na osnovu odliva dela dobiti koja pripada stranom vlasniku kapitala (pod pretpostavkom da se ne reinvestira u privredu).

Ukupnu ponudu kapitala na domaćem tržištu kapitala treba korigovati za iznos kapitala koji su vlasnici kapitala upotrebili za samofinansiranje svojih realnih investicija. Formirani slobodni kapital koji usmeravaju na finansijsko tržište ovi sektori uglavnom usmeravaju na kupovinu dugoročnih hartija od vrednosti, koje se kotiraju (prodaju) na tržištu kapitala (berzi).

Nasuprot tako formiranoj ponudi kapitala, formira se određena tražnja kapitala na tržištu. Osnovni motivacioni faktor preduzetništva, videli smo, jeste ostvarenje maksimalne dobiti, stabilnost firme, veliki ugled u poslovnom svetu, stvaranje image-a firme, što znači ukupna uspešnost poslovanja. Preduzetnici sa idejama i programima razvoja firme trebaju kapital za njihovu realizaciju. Taj kapital je uglavnom veći od sopstvenog raspoloživog kapitala. Time se formira tražnja kapitala na berzi (tržištu kapitala).

Tražnja (kao ponuda kapitala formira se po pojedinim sektorima, kao: sektor stanovništva, preduzeća, države i inostranstva.

Građani žele da nabave trajna dobra, kao što su kuće, stanovi, zemljište, oprema i sl. ali za to nemaju dovoljno kapitala. Dodatni kapital troše na tržištu kapitala (berze) ili direktno kod banaka kao bankarski kredit.

Preduzeća imaju potrebe da ulažu u novu opremu, sirovine, istraživanja, razvoj i dr. što je pretpostavka veće uspešnosti poslovanja i većeg profita, ali za te investicione namere nemaju dovoljno sopstvenog kapitala. Dodatni kapital troše na tržištu kapitala (berze).

Banke i druge finansijske organizacije nastoje da ostvare što veću uspešnost u svojoj poslovnoj politici, profit i dr. ali im je za to potreban nov kapital i njegov racionalan.

Banke se javljaju na tržištu kapitala i traže takav kapital. Time se javljaju kao tražioci kapitala, ali i deo ukupne tražnje kapitala. Državne institucije i javni sektor u celini često imaju veće potrebe za ulaganjem od sopstvene štednje (akumulacije). Dodatni kapital traže na tržištu kapitala.

Subjekti koji su nosioci tražnje kapitala su istovremeno isti subjekti (sektori) koji se na tržištu javljaju kao nudioci kapitala. Ponuda i tražnja se istovremeno formiraju u ovim sektorima, samo što jedni subjekti štede, drugi investiraju (troše kapital). Kod tih sektora se mogu pojaviti različiti slučajevi:

Sektor stanovništva	S>I	Ponuda kapitala
	S <I	Višak investicija (tražnja kapitala)
	S = I	Ravnoteža
Sektor preduzeća	S>I	Ponuda kapitala
	S<I	Višak investicija (tražnja kapitala)
	S = I	Ravnoteža
Sektor države	S>I	Ponuda kapitala
	S <I	Višak investicija (tražnja kapitala)
	S = I	Ravnoteža
Sektor inostranstva	S>I	Ponuda kapitala
	S<I	Višak investicija (tražnja kapitala)
	S=I	Ravnoteža

Sektor stanovništva je osnovni faktor ponude kapitala (S (I), dok su sektor preduzeća i javni sektor uglavnom nosioci tražnje kapitala (S (I). Time i finansijsko tržište ima bitnu funkciju da višak štednje sa jednog sektora prenese na sektore sa manjkom štednje odnosno sa viškom realnih ulaganja.

GLAVA DRUGA

BERZANSKI KURS I BERZANSKO KOTIRANJE

1. UVOĐENJE EFEKATA NA BERZU

Postupak uvođenja efekata na berzu može se svesti na nekoliko faza:

1. *Odobravanjem emisije* od strane odgovarajuće Komisije berze određuje se berzanski kurs efekata (prva emisija, plasiranje). Prema proceni ponude i tražnje efekata formira se emisioni berzanski kurs. Svakom kasnijom prodajom ili kupovinom ovih efekata (sekundarno tržište) na osnovu formirane efektivne ponude i tražnje formira se efektivni berzanski kurs, koji se naziva i berzansko kotiranje. To je upravo značajan indikator u svakoj tržišnoj i berzanskoj ekonomiji. Berzanski kurs efekata nije isti sa cenom efekata. Berzanski kurs predstavlja faktične odnose ponude i tražnje konkurentnih efekata u okvim zvaničnog berzanskog poslovanja i to na tačno određeno vreme. Tržišna vrednost efekata ili njihova cena predstavlja njihovu faktičnu vrednost na tržištu kapitala, odnosno na drugim berzama u zemlji i u inostranstvu, pa i na vanberzanskom poslovanju. Treba, stoga, razlikovati berzansko kotiranje i berzansko notiranje. Berzansko kotiranje predstavlja puštanje hartija od vrednosti u berzansko poslovanje (promet), odnosno odobrenje da hartija od vrednosti uopšte može da dođe na berzu i bude predmet kupovine i prodaje. Notiranje je utvrđivanje dnevnog berzanskog kursa na osnovu ponude i tražnje hartija od vrednosti. Tako se može desiti da se neka hartija od vrednosti na berzi kotira, ali ne notira.
2. *Realizacija efekata* prema nalogu za kupovinu ili prodaju na berzanskom tržištu po zvaničnom berzanskom kursu.
3. *Objavljivanje berzanskog kursa* ili kursa preko koga se vrši notiranje na berzi.

Kada se govori o efektnim berzama treba redovno imati u vidu razlikovanje termina kotiranje i notiranje efekata na berzi. Jer, kotiranje efekata na berzi označava puštanje hartija od vrednosti na efektne berze i službeno objavljivanje njihovog

berzanskog kursa. Hartije od vrednosti koje se ne kotiraju na berzi mogu biti predmet kupovine i prodaje samo na slobodnom tržištu, odnosno vanberzanskom poslovanju. Kotiranje efekata na berzi i utvrđivanje dnevnog berzanskog kursa tih efekata, što je osnova za formiranje ponude i tražnje efekata.

Uzmimo na primer dve efektne berze u SAD.[10]

New York Stock Exchange i American Stock Exchange, na kojima se notiraju kursevi hartija od vrednosti pri otvaranju sastanka berze, najniži i najviši kurs pri zaključenju sastanka berze i neto promene kurseva na efektnoj berzi efekata koje su se toga dana kotirale na tim berzama. Te promene se svakodnevno objavljuju.[11]

2. FORMIRANJE BERZANSKOG KURSA I KOTIRANJE HARTIJA OD VREDNOSTI

Registracija emisije i izdavanje dozvola za prodaju dugoročnih hartija od vrednosti (nakon detaljno izvršene analize emitenta) dolazi faza uvođenja efekata na berzi. Uvođenje efekata sadrži nekoliko poslova:

Utvrđivanje berzanskog kursa,

Realizacija kupoprodajnih naloga u okviru zvaničnog berzanskog tržišta, po zvaničnom berzanskom kursu,

Objavljivanje berzanskog kursa (ili po kursu po kome se vrši kotacija efekata).[12]

Utvrđivanje berzanskog kursa kod prve prodaje efekata vrši se na osnovu procene tendera ponude i tražnje. Kod druge i svake naredne prodaje vrši se na osnovu efektne ponude i tražnje na berzi. Prvi kurs (kod prve ili primarne emisije obično se naziva "emisioni berzanski kurs". Preko ovog kursa se vrše kupovina i prodaja efekata u okvira berzanskog i vanberzanskog prometa.[13] Berzanski kurs služi za revalorizaciju imovine i obaveza preduzeća i drugih subjekata (bilansne aktive i pasive).

Obično se razlikuje berzanski kurs jednog efekta od njegove tržišne cene. Berzanski kurs u stvari održava odnos ponude i tražnje konkretnog berzanskog efekta u tačno određeno vreme.

Tržišna cena efekta predstavlja njegovu stvarnu cenu na berzi (tržištu kapitaala), ostalim berzama u svetu i vanberzanskom poslovanju. To je cena po

---

[10] Dr T. Jovanovski, op. cit., str. 231.

[11] Videti šire o ovom pitanju informisanja i čitanja izveštaja sa berze deo u kojem razmatramo čitanje berzanskih izveštaja.

[12] Jovanović, Đ., op. cit., str. 45.

[13] Isto, str. 45.

kojoj se efekti kupuju i prodaju. Ova cena je uglavnom veća ili manja od berzanskog kursa (emisionog kursa). Na tome se i zasnivaju poslovi arbitraže.

Efekti na berzi, videli smo, mogu biti sa fiksnim prihodom (obveznice) i sa varijabilnim prihodom (akcije). Berze uglavnom preferiraju poslovanje efektima sa varijabilnim prihodom. Zbog toga promet akcijama na berzi efekata čini od 80-90% ukupnog prometa efekata na berzama.[14]

Kod utvrđivanja kursa efekata redovno se radi o primeni unapred utvrđene metodologije, različite po zemljama, kojim se definiše i utvrđuje kurs efekata na berzi. Osnova za utvrđivanje kursa je mešetarski dnevnik i berzanske knjige u kojima se evidentira ponuda i tražnja za svakim efektom na berzi.

Na osnovu ovakve evidencije odgovorno lice na berzanskom pultu utvrđuje tzv. kotacioni kurs. Ako se na berzi trguje efektom sa varijabilnim kursom (prihodom) berzanski mešetar (makler, diler) je obavezan da svim učesnicima na berzi saopšti:

- početni kurs efekata,
- promenu kursa,
- zaključni (završni) kurs.

Ako se na berzi trguje efektima sa jedinstvenim kursom (prihodom) berzanski mešetar je obavezan da svim učesnicima na berzi saopšti jedinstveni kurs koji je za tu kotaciju i početni i zaključni kurs na berzi. U savremenim privredama u uslovima trgovine efektima elektronskim putem jedinstveni kurs efekata ima veliku prednost.

Da bi se jasnije sagledala tehnologija rada berze u utvrđivanju kursa efekata, uzećemo jedan primer (Frankfurtska berza efekata).[15] Ovlašćeni mešetar na berzi efekata u kotaciji od 11,30 - 12,30 časova na dan 3. januara 2001. godine u prisustvu dežurnog kontrolora berze A. E. ima zadatak da na bazi podataka evidentiranih u svom dnevniku u vezi kupovine i prodaje akcija AEG-a utvrdi jedinstven kurs, odnosno zvaničnu berzansku kotaciju akcija AEG-a.

U knjizi (dnevniku) je bilo sledeće:

KUPOVINA I PRODAJA AKCIJA

Kupovina komada	Limit	Prodaja komada	Limit
30	najjevtinije	20	najbolje
10	124	40	124
50	125	30	125
40	126	10	127

Utvrđivanjem zvaničnog kursa želi se omogućiti da se tim kursom ostvari najveći mogući promet, odnosno efekat. Na osnovu takvih podataka utvrđivanje kursa se vrši na sledeći način.[16]

[14] Isto, str. 45.
[15] Isto, str. 46.
[16] Ristić, Života: Tržište kapitala, Beograd, 1990, str. 201.

UTVRĐIVANJE ZVANIČNOG KURSA

	Dobija se		
Pri kursu do	Kupovina komada	Prodaja komada	Promet komada
124	130	60	60
125	120	90	90
126	70	90	70
127	30	100	30
Ukupno komada	350	340	250

Tako npr. kod kursa od 125 ostvaruje se najveći promet od 90 komada. Od naloga za prodaju nije izvršeno samo 10 komada. Uz limit od 125 nije izvršeno 30 komada (120-90). Da bi se ovaj višak kupovine po utvrđenom kursu od 165 učinio dostupnim i u trgovini u vanberzanskom prometu, pri kotaciji dodaje se i oznaka "bg" ("plaćeno i novac"). To znači izvršeni su svi nalozi na kupovinu po principu najbolje, kao i svi nalozi za kupovinu sa limitom ispod kotiranog kursa, ali je po kotiranom kursu bilo još ponude. Nalazi po tim kursevima, vidimo, nisu mogli svi da se izvrše.

Da ne bi došlo do neugodne situacije tada zainteresovane banke neposredno pre utvrđivanja kursa vrše odgovarajuće kupovine, odnosno prodaje radi poravnanja.

Moguće je da učesnici na berzi efekata na kojoj se trguje jedinstvenim kursom, trguju nerealizovanim nalozima između dve kotacije i po privremeno utvrđenom kursu. Time se u potpunosti realizuju svi nalozi, čime trgovina jedinstvenim kursom pokazuje sve svoje prednosti.

Nakon utvrđivanja berzanskog kursa svaka berza (ili odgovorao lice na berzi) obavezna je da ovako utvrđeni kurs objavi (učini javnim). To se uglavnom čini u dnevnoj štampi ili berzanskom biltenu, ali i na druge pogodne načine (zavisno od zemlje do zemlje i po berzama), čime berzanski kurs postaje asimirajući za berzansko poslovanje, odnosno uključivanje učesnika na operacije efektima (kupovina ili prodaja) na berzi.

3. MEHANIZAM FORMIRANJA BERZANSKOG KURSA HARTIJA OD VREDNOSTI

Pristup i učešće u radu berze imaju samo lica koja su ovlašćena i čiji je to profesionalni rad. Oni su zvanično registrovana lica.

Vlasnik kapitala koji ima nameru da kupi (ili proda) hartije od vrednosti mora se obratiti berzanskom posredniku koji ima pravo da se bavi tim operacijama. To može biti makler, broker, džober, diler, berzanski trgovac (što je određeno

statutom berze). Ovi posrednici na berzi učestvuju direktno u formiranju zvaničnog berzanskog kursa hartija od vrednosti. Osim njih na berzi se javljaju i specijalni predstavnici banaka koji vode operacije ili za svoj račun ih ustupaju kao komisionari (u ime) klijenata banke na berzi.[17]

Formiranje kursa hartija od vrednosti vrši se na sledeći način. Na primer, klijent jedne banke daje naradžbu za kupovinu 50 akcija određene kompanije po kursu od 250 DEM. Klijent druge banke daje narudžbenicu za prodaju 50 takvih akcija po kursu od 250 DEM. Berzanski agenti tih banaka obraćaju se na berzi zvaničnom agentu (makleru) koji vode trgovinu akcija te kompanije. Makler utvrđuje zvanični kurs tih akcija na 250 DEM. Oba klijenta dobijaju obavest da je operacija izvršena po traženim uslovima. Praktično bankarski posrednici mogu dnevno dobiti na stotine narudžbi, koje prodaju zvaničnom maklera. Među tim zahtevima mogu se javiti različite kursne želje pri kupovini ili prodaji akcija.

Pošto se kod kupovine i prodaje hartija od vrednosti svakodnevno vrše velike i brojne operacije - krupne banke uz veoma veliki obim poslova, ove banke često formiraju posebne odele za komisione operacije za klijente banke na berzi. U tom slučaju zvanični berzanski agent je obavezan da utvrdi pri kojem kursu je moguć najveći berzanski obrt. Takav kurs se smatra zvaničnim.

Pođimo od jednog primera[18]

PONUĐENA PRODAJA	ŽELJNA KUPOVINA
48 akcija po maksimalno mogućoj	36 akcija po najnižoj ceni
16 akcija po 272 DEM	6 akcija po 276 DEM
66 akcija po 273 DEM	30 akcija po 275 DEM
14akcija po 274 DEM	18 akcija po 274 DEM
12 akcija po 275 DEM	30 akcija po 273 DEM
2 akcije po 277 DEM	20 akcija po 272 DEM
	12 akcija po 270 DEM
PONUDA AKCIJA 158 kom.	TRAŽNJA AKCIJA 152 kom.

Prvo što maklera kazuje je da se najveći broj akcija od ukupno 158 ponuđenih akcija i od ukupno 152 tražene može realizovati po kursu od 273 DEM, ali pod uslovom da se javi dopunska tražnja akcija po tom kursu (ponuda 66 akcija, tražnja 30 akcija). Da bi osigurao dodatne kupce on uzvikuje u berzanskoj sali da ima akcija tog preduzeća po 173 DEM. Pri tome ne govori celi tekst, već skraćenice - poznate samo specijalistima na berzi. Pri kursu od 273 formira se sledeći položaj kupaca i prodavača akcija:

[17] Narudžba se mora dati u pismenom obliku, mada je moguća i telefonom, telegrafom ili teleksom. Narudžba (želja) mora biti praćena i određenim podacima: tačna operacija, broj akcija, cena po kojoj se želi kupiti ili prodati. Pri tome se mora istaknuti da li je cena čvrsta (limitirana) ili je dozvoljeno odstupanje. Kod kupovine se traži izvršenje operacije po najnižem kursu. Kod prodaje hartija od vrednosti nastoji se prodati po najvišoj ceni. Pri tome se određuje i dužina važenja narudžbe, kao npr. «važeća samo za danas», «važeća do kraja meseca».

[18] E. Rode: Banki, biržii valuti sovvemennogo kapitalizma, (prevod), Moskva, Finansy, 1986, str. 270-271.

PRODAJA	KUPOVINA
48 akcija po maksimalnoj ceni	36 akcija po minimalnoj ceni
16 akcija po 272 DEM	6 akcija po 276 DEM
66 akcija po 273 DEM	30 akcija po 275 DEM
	18akcija po 274 DEM
	30 akcija po 273 DEM
SVEGA 130 akcija	SVEGA 120 akcija

Potrebno je, dakle, kupiti po 10 akcija po 273 DEM. Na taj način se na obe strane nalazi 130 akcija. Ako se ne uspe izbalansirati kupovina i prodaja, tada se prethodno ispunjavaju nelimitirane narudžbe (po maksimalno visokoj i minimalnoj ceni), zatim sve kupovine od 276 do 273 DEM, sve akcije (16) po ceni od 272 DEM i 56 akcija (umesto 66) po ceni od 273 DEM. Istovremeno na kursnoj listi se stavlja primedba da pri kursu od 273 postoji manjak tražnje (višak ponude). Na kursnim listama u specijalizovanim finansijskim dnevnim novinama, većim dnevnim novinama i dr. objavljuju se informacije o stanju na berzi.

Berzanske skraćenice imaju sledeći oblik.[19]

273 B: sve tražene kupovine i prodaje udovoljene; pri kursu od 273 nedostaje tražnja i ponuda.

G. (Geld): narudžbe nisu usklađene: pri kursu od 273 imamo samo tražnju.

171 B (Brief): narudžbe nisu usklađene, pri kursu od 171 imamo samo ponudu.

173. bez B (bezaltund Bref): sva tražnja za kupovinom zadovoljena; na strani prodaje ispunjene nelimitirane narudžbe, sve narudžbe niže od jedinstvenog kursa (273) i ispunjen deo narudžbi po kursu 273; imamo ponudu akcija po 273.

U celom berzanskom poslovanju postoji dosta složen jezik, to je često jezik znakova, pri čemu se često oštrim gestikulacijama pokazuje saglasnost ili nesaglasnost sa kupovinom ili prodajom određenih akcija na berzi.

U savremenim uslovima berzanskog poslovanja sve kotacije sa jedne berze se elektronski prenose u zajednički kompjuterski centar, odakle se vrši distribucija svim učesnicima (članovima) tog centra. Pri tome se upotrebljavaju manje šifre i skraćenice kojima je cilj da u najkraćem objasne sve bitne karakteristike i okolnosti koje se odnose na konkretan kurs i način njegovog formiranja.[20]

Ovde nije obrađeno područje parametara na berzi, berzanski poslovi, oscilacije kurseva, kao ni fjučersi, opcije i dr. To smo učinili na drugom mestu u ovom radu.

Rast cena akcija na berzi nekog od preduzeća direktno iskazuje trend rasta tog preduzeća i rast njegove neto dobiti (rejting preduzeća). Uspešna promocija preduzeća direktno olakšava prodaju njegovih akcija, koja služi za prikupljanje akcionarskog kapitala za dalje investiranje i rast preduzeća (veću profitabilnost ili efikasnost). Visoka i rastuća profitabilnost je indikator za nove potencijalne kupce

[19] Festellung und Bekantgabe von Kursen. Herausgegeben von der Frankfurter. Wertpapierborse, 17. Auflage, 1975, str. 10.

[20] Ovaj mehanizam je dosta komplikovan (kotacije i formiranje kurseva), ali i nerazumljiv za nedovoljno upućene, što ukazuje na sve veći značaj i potrebu za stručnjacima iz ove oblasti, kao i potrebu za stručnim obrazvoanjem iz bankarskog poslovanja, odnosno funkcionisanja tržišta kapitala, ali i ukupnog finansijskog tržišta. Ovo se odnosi i na savremenu tehnologiju rada berzi, nove oblike, izraze, forme, sistem funkcionisanja i ukupno berzansko poslovanje. To se posebno odnosi na fazu koja dolazi u kojoj će se mnogi subjekti naći objektivno u ulozi učesnika na berzi.

akcija preduzeća, koji svoj kapital preko kupovine akcija ulažu u to preduzeće. Tu se i ogleda berzanska poslovna strategija, posebno preko faze sekundarnog finansijskog tržišta - novih kupovina i prodaja ranije emitovanih akcija preduzeća, čiji rast cena na berzi postaje putokaz za nove investitore svežeg kapitala. Kupovinama tih akcija "sliva" se novi kapital za investicije u tim profitabilnim preduzećima.

Ako se pogledaju berzanske oscilacije na kratak rok jasno se zapaža da su efektne berze vrlo osetljive na neekonomske i ekonomske faktore. Sad ćemo dati primer kolebanja berzi samo u roku od sedam dana.

SVETSKE BERZE AKCIJA - NAGLI PAD CENA AKCIJA[21]

Korporacija	Cena u dolarima	Promena za 7 dana	Promena od 1.1.1996.
American Expres	41,875	-7,20%	1,21%
Benetton	26,625	0,47%	15,14%
Boeing	88,125	-3,56%	12,44%
British Petroleum	112,75	1,92%	10,40%
Canon	101,375	-1,70%	10,94%
Coca Cola	47,625	-2,81%	28,28%
Colgate-Palmolive	81,5	-2,69%	16,01%
Daimler Benz	52,125	-2,57%	2,46%
Disnev	56,125	-7,99%	-4,67%
Eastman Kodak	70,375	-9,49%	5,04%
Fiat	16,375	-1,50%	3,97%
Ford	31,125	-2,35%	7,79%
General Motors	49,25	-5,52%	-6,86%
Gillette	59,25	-2,27%	13,67%
Goodyer	46,25	-4,15%	1,93%
Hitachi	93,625	1,22%	-6,84%
Honda	50	-1,91%	9,76%
IBM	96	-2,54%	5,06%
ICN Pharmaceuticals	23,75	-0,52%	23,38%
McDonalds	44,5	-3,52%	-1,39%
Microsoft	114,5	-5,47%	30,48%
Motorola	55,875	-5,02%	-1,97%
Nike	104	-4,59%	49,37%
Pepsi	32,875	-5,40%	17,67%
Philips	31,375	-3,83%	-12,54%
Playboy	14,875	0,00%	77,61%
Reebok	33	-2,94%	16,81%
Reuters	70,25	-2,26%	27,44%
Sony	64,125	-1,35%	4,48%
Volvo	21,875	-3,31%	5,42%
Xerox	50,5	-5,39%	10,58%
Prosek		-3,52%	12,36%

[21] Podaci se odnose na dan 14.07.2006. godine. (Politika, 14.07.2006.).

"Hjulit - Pakard", svetski gigant u proizvodnji računara i opreme lepo je demonstrirao kako loše vesti vezane za jednu veliku firmu mogu lako baciti na kolena celokupno tržište akcija, pogotovo ako ono već duže vreme traži razlog za pad. Ova korporacija je objavila da je stopa rasta novih narudžbina pala u toku tekućeg tromesečja, kao i da će prekinuti proizvodnju komponenti za računarske diskove. Istog dana njegove akcije pale su za više od deset odsto, što, kada se uračuna lagano klizanje cene u poslednjih nekoliko nedelja, daje ukupan pad od oko 25 procenata. Kada se taj pad preračuna u dolare ispada da ova firma danas vredi 13 milijardi dolara manje nego neku nedelju ranije. "Hjulit - Pakard" je sa sobom povukao celokupan sektor visoke tehnologije, što se na priloženoj tabeli najbolje vidi iz primera "Motorole".

Ovakva situacija pravi je raj za tzv. "kontraše", koji pri ovako velikim padovima mogu sa velikim zadovoljstvom da jeftino kupe akcije tako prvoklasnih kompanija kao što su Hjulit - Pakard i Motorola. Njihov jedini rizik je da će eventualni dalji pad celog tržišta akcija povući sa sobom i ove kompanije, ali će im istovremeno omogućiti da kupe još akcija ovih firmi po još nižim cenama. Da je rizik od daljeg pada tržišta veliki može se videti i sa tabele gde su samo tri akcije sa rastom cene u protekloj nedelji. (Benetton, Hitachi i British Petroleum).

Tako je npr. u Izraelu zbog politike smanjenja budžeta i redukcije javnog sektora u 1996. Dolazi do velikog štrajka zaposlenih u javnom sektora. Zbog štrajka dolazi do zatvaranja berze u Tel Avivu. Neposredno pre toga došlo je do naglog pada cene akcija. Investitori su zabrinuti. Vlada najavljuje redukciju (smanjenje) kamatnih stopa. Istovremeno vlada saopštava da će pristupiti velikoj kupovini vladinih obveznica da bi se time zaustavio dalji pad cena obveznica. Rehabilitacija tržišta kapitala, uz ozbiljan problem kamata i inflacije, su osnovani problemi vlade. Kriza na berzi podstakla je finansijski sektor na hitnu akciju, posebno preko obaranja kamatnih stopa. Problem je u tome što se nije pristupilo snižavanju poreza poslovnom sektora paralelno sa obaranjem kamatne stope. Ako je realna kamata na štednju kod banaka 5% godišnje, što je iznad profitne stope, nema veće inicijative za kupovinu akcija, odnosno obveznica javnog sektora.

Oscilacije na berzama su svakodnevne.

Ove oscilacije zavise od ponašanja gotovo svih finansijskih, realnih, potrošačkih, socijalnih, fiskalnih, psiholoških i drugih faktora koji deluju u privredi i društvu. Gotovo da nema faktora čija promena nema odraz na ponašanje berze i berzanskih indikatora. Ona je izuzetno osetljiva na sve promene u privredi, društvu, politici, ali i delovanju međunarodnih faktora.

Berze su veoma osetljive na sve događaje u privredi i društvu, zbog čega su podložne pojavi periodičnih potresa.

Često se na berzama javlja opšta panika među berzanskim akterima (dilerima i brokerima).[22] Do pogoršanja stanja na berzi uglavnom dolazi od straha od inflacije, skoka kamatnih stopa, nedostatka likvidnosti, nagli potezi vlada na području ekonomske politike, promene socijalnih programa i politike, budžetska politika, politički potresi, socijalni sukobi, neizvesnosti i nepovoljna očekivanja i dr. Na sve

[22] Kupci koji očekuju pad kursa akcija zovu se MEDVEDI - BEARS. Kupci koji očekuju rast kursa (cena) akcija zovu se BIKOVI - BULLS.

značajnije događaje berza gotovo automatski reaguje, čak i na samu najavu određenih promena. To se često koristi od strane vlada ili centralnih banaka da najave određene mere, a kada berza na to očekivano reaguje, do mera često i ne dolazi.

Da vidimo šta se desilo na berzama samo u toku sedam dana.

SVETSKE BERZE AKCIJA - OHRABRENI INVESTITORI[23]

Korporacija	Cena u dolarima	Promena za 7 dana	Promena od 1.1 2006.
American Expres	45	4,35%	8,76%
Benetton	23,51	-4,57%	1,62%
Boeing	89,125	1,13%	13,72%
British Petroleum	110,25	-0,23%	7,96%
Canon	96,25	3,49%	- 5,34%
Coca Cola	48,125	4,34%	29,63%
Colgate-Palmolive	79	-0,78%	12,46%
Daimler Benz	54,25	3,33%	3,63%
Disney	57,375	5,52%	-2,55%
Eastman Kodak	75,75	2,71%	13,06%
Fiat	15,875	0,00%	0,79%
Ford	33,75	5,06%	16,88%
General Motors	50,25	5,79%	-4,96%
Gillette	63,875	2,40%	22,54%
Goodver	44,375	3,50%	-2,20%’
Hitachi	91,625	0,27%	-8,83%
Honda	48,625	4,86%	16,47%
IBM	107,25	3,50%	17,37%
ICN Pharmaceuticals	20,875	-7,73%	8,44%
McDonalds	47,125	2,45%	4,43%
Microsoft	120,625	1,795	37,46%
Motorola	54,375	2,35%	-4,61%
Nike	105,75	8,46%	51,89%
Pepsi	32,125	1,58%	14,99%
Philips	33,375	7,66%	6,97%
Playboy	13,375	0,00%	59,70%
Reebok	35,25	13,71%	24,78%
Reuters	64	-0,58%	16,10%
Sony	65,125	3,78%	6,11%
Volvo	22,25	6,91%	7,23%
Xerox	52,5	4,22%	14,96
Prosek		2,88%	12,55%

Stanje na berzi na dan 21.07.2006.

[23] «Politika», 21.07.2006. (Berzanske izveštaj eza «Politiku» pripremio Đuro Šušnjar, Karić banka, Beograd). Danas su najpoznatije berze u svetu: Njujorška berza, Londonska berza, Frankfurtska berza, Tokijska berza, Berza u Johanesburgu, Ciriška berza, Hongkongoška berza, Berza u Singapuru i Berza u Sidneju. Obzirom na vremenske razlike između ovih berzi jasno je da se berzansko poslovanje odvija permanentno svih 24 časa.

Mada je početak sedmice ličio na uvertiru u berzanski krah druga polovina donela je stabilizaciju i ponovno jačanje berzi čemu je najviše doprineo prvi čovek američke Centralne banke, Alan Grinspen. Posle utorka koji je bio jedan od najburnijih dana u berzanskoj istoriji, posle srede u kojoj je Dau-Džonson industrijski indeks, najpoznatiji svetski berzanski indeks, prvo pao 165 poena, a krajem dana uspeo da nadoknadi taj pad, u četvrtak se Grinspen pojavio pred Kongresom i obrazložio svoje videnje ekonomske situacije. A rekao je najlepše reči koje su investitorske uši mogle čuti. Bauk inflacije sa kojim je Centralna banka već godinama opsednuta, po Grinspenovim rečima skoro i da ne postoji (za 2006. se očekuje tri do 3,2%), ekonomska ekspanzija će se usporiti, što sve učvršćuje veru investitora da neće doći do dizanja kamatnih stopa, najveće more tržišta akcija i obveznica.

Američki dolar direktno je bio pogođen padom berzanskih cena hartija od vrednosti, jer su strani investitori u paničnoj prodaji američkih akcija i obveznica momentalno prodavali tada primljene dolare. Posle svega dolar je uspeo da se stabilizuje iznad nivoa 1,49 za nemačku marku.

Da vidimo što se događa u ovim korporacijama samo u roku od sedam dana. U međuvremenu su nagovešteni inflatorni trendovi u većini zemalja razvijenog tržišnog sistema.

Da li se može očekivati da se oporavak berzi akcija i dalje nastavi? Na ovo pitanje bilo bi vrlo lako dati odgovor da se sa raznih strana ne pojavljuju prvi znaci budućeg jačanja inflatornih pritisaka. Niska stopa nezaposlenosti u SAD, visok stepen korišćenja kapaciteta, nizak nivo zaliha, rastuća potreba za radnom snagom, debalans između ponude i potražnje nekoliko strateških sirovina - svaki od ovih faktora već krije u sebi klicu iz koje bi se uskoro mogla stvoriti neman inflacije i uneti pometnju na svetske berze akcija i obveznica.

U međuvremenu dolazi do promene raspoloženja na berzi, uz povratak želje za investiranjem kapitala (ulaganjem). Perspektive na berzi se popravljaju, samo se postavlja pitanje koliko će ovakvo berzansko raspoloženje trajati. No, da vidimo šta se desilo sa kursevima akcija navedenih najvećih korporacija - učesnika na berzi.

POGORŠANJE BERZANSKOG RASPOLOŽENJA I UVOD U NOVU KRIZU NA BERZI[24]

Korporacija	Cena u dolarima	Promena za 7 dana	Promena od 1.1.2006.
American Expres	43,125	2,37%	4,23%
Benetton	24,625	0,51%	6,49%
Boeing	88,125	0,00%	12,44%
British Petroleum	110,5	-0,90%	8,20%
Canon	93	-2,11%	1,78%
Coca Cola	46,125	-2,64%	24,24%
Colgate-Palmolive	79,625	-2,15%	13,35%
Daimler Benz	52,5	-0,71%	3,19%
Disney	54,375	-5,02%	-7,64%

[24] Podaci prema stanju na berzama na dan 28.07.2006. godine (prethodno stanje 21.07.2006.)

Eastman Kodak	73,75	-0,84%	10,07%
Fiat	15,875	-0,78%	0,79%
Ford	32,125	3,21%	11,26%
General Motors	47,5	-3,06%	-10,17%
Gillette	62,375	3,10%	19,66%
Goodyer	42,875%	-1,72%	-5,51%
Hitachi	91,375	-0,41%	-9,08%
Honda	46,375	-4,38%	11,08%
IBM	103,625	9,95%	13,41%
ICN Pharmaceuticals	22,625	-8,59%	17,53%
McDonalds	46	1,38%	1,94%
Microsoft	118,5	-1,15%	35,4%
Motorola	53,125	3,85%	6,80%
Nike	97,5	-6,81%	40,04%
Pepsi	31,625	-3,07%	13,20%
Philips	31	0,00%	-13,59%
Playboy	13,375	-2,73%	59,70%
Reebok	31	-4,25%,	9,73%
Reuters	64,375	-5,33%	16,78%
Sony	62,75	-2,33%	2,24%
Volvo	20,8125	-1,48%	0,30%
Xerox	50,375	0,50%	10,30%
Prosek		-1,40%	9,49%

Protekla nedelja na svetskim berzama akcija bila je veoma uzbudljiva. Četiri dana zaredom akcije su znale samo za jedna pravac kretanja - na dole, tako da su indeksi tržišta akcija (veličina koja reprezentuje trend, odnosno nivo celokupnog tržišta akcija) probili nekoliko zona podrške i u svom padu počeli da izazivaju paniku među investitorima. Svima su se u sećanje vratili dani prethodnih "ber marketa",[25] po investitore bolnih perioda koje karakteriše pad cena akcija, i gubici koje su investitori usled toga doživljavali (u najdrastičnijem padu berzanskih cena, onom iz 1929. Godine kada je pad iznosio 86 posto, neki investitori na žalost nisu mogli da prežive svoje gubitke). Iz tog razloga omiljeni savet koji daje Voren Bafer, najcenjeniji svetski investitor, glasi: "Prvo pravilo je ne izgubiti. Drugo pravilo je ne zaboraviti prvo pravilo."

Povećani rizik na američkom tržištu akcija odlično se mogao videti u sredu kada je Dau-Džonsov indeks u prvoj polovini dana pao čak 80 poena, da bi krajem dana ispravio taj pad skočivši za neverovatnih 130 poena. Taj dan je bio prvi dan u istoriji Njujorške berze kada su u jednom danu aktivirana oba tipa "kolara", zaštitnog mehanizma koji stopira pojedine tehnike trgovine kada dođe do pada ili skoka većeg od 50 poena u Dau-Džonsovom indeksu.

"Posle burnih i skoro fatalnih dana na berzama akcija je došlo do stabilizacije i prvih znakova oporavka. Na osnovu svog starog "perverznog" radosnog reagovanja

[25] «Ber marketi» (od reči Bear - medved) su tržišta na kojima dominiraju kupci akcija koji očekuju dalji pad cena akcija. Izgledi na berzi su slabi, pesimistička očekivanja velika, tako da investitori izbegavaju kupovinu akcija (plasman kapitala). Gubici koje investitori već imaju padom cena akcija mogu biti samo još veći.

na vesti koje običnom čoveku deluju loše, berze su počele da se oporavljaju posle objavljivanja podatka da je nivo proizvodnje u julu bio u opadanju. Da opravdamo ovo naoko ružno reagovanje trebalo bi reći da su cene skočile zbog rastućeg uverenja da američka Centralna banka neće pribeći podizanju kamata. Ako se nivo ekonomskih aktivnosti usporava onda zaista nema rezona dodatno opterećivati privredu sa višim kamatama pa se investitori u akcije i obveznice sada osećaju sigurnije."

BERZANSKI POTRESI - PANIKA MEĐU INVESTITORIMA

	Cena akcije	Promena za 7 dana (u%)	Promena od1.1.2006.
PAD CENA AKCIJA			
American Expres	46,875	-0,79	-13,29
Benetton	23,5	-4,09	-1,62
Boeing	88,25	-0,32	-1,44
British Petroleum	77,25	-2,11	-2,33
Canon	96	-1,03	5,06
Coca Cola	82,75	-2,95	11,45
Disnev	58,25	-2,92	-1,06
Eastman Kodak	73,75	-3,91	10,07
General Motors	53,50	-2,06	1,18
Goodver	51,62	21,13	13,77
Hitachi	102,63	-3,18	-2,11
IBM	107	-0,81	-17,10
McDonalds	47,125	-0,53	44,43
Motorola	60,375	-0,41	5,92
Philips	35,50	-0,70	-1,05
NEPROMENJENA CENA			
Fiat	17,125	0,0	8,73
Gillette	54,625	0,0	4,80
PORAST CENA AKCIJA			
Golgate-Palmolive	77,75	2,64	10,68
Daimler Benz	54	0,93	6,14
Ford	35,875	0,70	24,24
Honda	45,125	2,56	8,08
ICN Pharmaceuticals	25,063	10,78	30,20
Microsoft	113,50	1,68	29,34
Nike	91,87	5,00	31,98
Pepsi	65,625	4,17	17,45
Playboy	12,00	4,36	43,28
Reebok	29,25	1,74	3,54
Sony	64,00	0,59	4,28
Volvo	23,25	2,20	12,09
Xerox	150,00	0,59	9,49
Prosek	-	0,66	11,49

Berze na dan 19.08.2006.

Osnovno pravilo koje je uvek važilo na tržištu akcija je redovna smena trenda kretanja cena akcija: neko vreme traje uzlazni trend da bi ga zatim zamenio silazni. Takva promena trenda redovno se dešavala svake dve-tri godine, pa su zato svi primetili da u poslednjih pet godina cene akcija na najvećem svetskom tržištu imaju samo uzlazni trend, bez, do tada obavezne, korekcije od deset odsto. Drugim rečima, to je bio najduži period u berzanskoj istoriji da cene akcija nisu pale za više od deset procenata. Ta je činjenica počela da zabrinjava oprezne investitore, ali se napokon pojavio očekivani pad.

Ubrzo se pojavila bojazan da bi ovaj pad mogao biti uvod u neku veću berzansku katastrofu i prvi znaci panike su se počeli nazirati. Velika neizvesnost se nadvila pred otvaranje berzi u četvrtak kada je veliki broj kompanija objavljivao svoje kvartalne poslovne rezultate. Kada je IBM objavio profit za četvrtinu niži nego prošle godine tržište akcija je odmah reagovalo. Padom? Ne. Akcije IBM-a i celokupno tržište veoma je lako krenulo na gore zato što je očekivalo još gore rezultate. Koliko će "lepo vreme" potrajati ostaje da se vidi.

Smena kretanja cena akcija na tržištu kapitala (berzi) je veoma brza, nagla. To samo pokazuje da su uzlazni trend i brzi i očekivani silazni trend kretanja cena akcija, vrlo brzo smenjivi i to u vrlo kratkom roku. To utiče i na ponašanje vlasnika kapitala, investitore i cene akcija.

Nakon pogoršanja izgleda na berzama i pada cene (vrednosti) akcija na berzama kod najvećeg broja korporacija, dolazi do novog zaokreta u roku od sedam dana.

Kretanje cena na svetskim berzama akcija u ovoj godini nateralo je investitore da se prisete kako su berzanski poslovi veoma stresnog karaktera. Berzanska kretanja su u prošloj godini bila vrlo stabilna i uspela su da smanje opreznost investitora. Velike oscilacije koje se ovih meseci događaju na berzama akcija ne ostavljaju puno prostora za grešku.

Najveći ovogodišnji pad na američkom tržištu akcija, od 1. jula do 16. jula 2006. Od 10%, koštao je investitore 500 milijardi dolara.

Najnoviji oporavak berzi koji je započeo 24. jula, podigao je vrednost akcija sa američkog tržišta za 350 milijardi dolara. Ukupno gledano u 2006. godini bilo je 10 uzlaznih i 9 silaznih mini trendova sa rastom, odnosno padom većim od 150 milijardi dolara.

	Cena u dolarima	Promena za 7 dana (u %)	Promena od 1.1.2006. (u %)
American Expres	44,75	-0,56	8,16
Benetton	22,875	-2,66	-1,08
Boeing	93,5	3,79	8,02
British Petroleum	113,375	2,83	11,02
Canon	94,5	1,82	3,42
Coca Cola	49	1,82	31,99
Colgate-Palmolive	81,25	2,85	5,66
Daimler Benz	52,875	02,53	3,93
Disney	57,5	0,22	-2,34
Eastman Kodak	77,375	2,15	15,49

Fiat	16,125	1,57	2,38
Ford	33,625	-0,37	16,45
General Motors	50,875	1,24	-3,78
Gillette	62,5	-2,15	19,90
Goodyer	45	1,41	-0,83
Hitachi	93,5	2,05	-6,97
Honda	46,875	3,60	12,28
IBM	113,5	5,83	24,21
ICN Pharmaceuticals	20,5	-1,80	6,49
McDonalds	47,75	1,33	5,82
Microsoft	125,25	3,83	42,74
Motorola	57,875	6,44	1,54
Nike	107,625	1,77	54,58
Pepsi	31,5	1,95	12,75
Philips	33	1,17	-8,01
Playboy	13,125	1,87	56,72
Reebok	35,375	0,35	25,22
Reuters	67,875	6,05	23,13
Sony	63,875	-1,92	4,07
Volvo	21,5	-3,37	3,61
Xerox	53,625	2,14	7,42
Prosek	-	0,7	13,35

Oscilacije na berzama i faktore koji dovode do tih zakonitih oscilacija posebno smo obradili na drugom mestu u ovom radu.[26]

Na oscilacije kurseva i "uznemirenost" berze ili tržišta efekata uglavnom snažno utiču sledeći faktori:

1. Visina kamatne stope i njeno kretanje,
2. Stopa inflacije, odnosno nestabilnost privrede,
3. Monetarna politika i njeno usmerenje (restriktivna ili ekspanziona politika novca),
4. Bonitet i poslovna sposobnost emitenta,
5. Očekivanja kretanja konjunkture (investicije, zaposlenosti, proizvodnje i dr.),
6. Opšta poslovna klima i očekivanja,
7. Kretanja međunarodnog kapitala,
8. Državna intervencija u privredi, posebno politika javnog duga, socijalni programi, ukupna budžetska politika,
9. Neekonomski faktori (politički, socijalni, međunarodni) i dr.

Dakle, postoje brojni ekonomski, finansijski i neekonomski faktori koji snažno deluju na dnevne oscilacije kurseva efekata, a time i ponašanje vlasnika slobodnih novčanih kapitala (ponuda) investitore, kupce akcija, ali i na investicije (tražnju) kapitala.

[26] Videti deo "Oscilacije kurseva na berzi".

4. ČITANJE BERZANSKIH IZVEŠTAJA

Redovno objavljivanje berzanskih izveštaja omogućava investitorima i vlasnicima slobodnih kapitala da u svakom trenutku saznaju šta se događa na finansijskom tržištu (berzi).

Svakog dana se objavljuje najviša i najniža postignuta cena određene akcije u 52 protekle nedelje. Kada se postigne nova najviša ili najniža cena tada se označi strelicom na početku kolone razlika u ceni označava promenljivost cene neke akcije. Veće kolebanje cene akcije to omogućava da se ostvari veća dobit ili gubitak po akciji u relativno kratkom roku.

Prinos na akciju pokazuje tekuće tržišne cene akcija. Time se može izračunati dividenda u procentima u odnosu na tekuću tržišnu cenu akcija. Na taj način se može uporediti čista dobit od akcije i prinos na druge oblike plasmana kapitala (investicija). Na taj način se ne može izračunati ukupan prihod na osnovu akcije, jer on sadrži iznos dividende i sva povećanja ili smanjenja cena akcija do kojih može da dođe u međuvremenu.

Iznos dividende (DIV) je očekivani iznos dividende na godišnjem nivou po jednoj akciji. Na taj način se procenjuje kolika će dividenda biti po jednoj akciji preduzeća u toku jedne godine.

Da pogledamo jedan praktičan berzanski izveštaj i sve elemente sadržane u njemu (samo za neke korporacije).

IZ IZVEŠTAJA O TRGOVANJU NA NJUJORŠKOJ BERZI[27]

Weeks					Yld		Vol				Net
Hi	Lo			Div	%	PE	100 S	Hi	Lo	Cl os	Chg
36 5/8	21 1/8	Danaher	DH	0.6	0.2	25	536	35 5/8	35 1/4	35 5/8	
13 78	5/8	Datagen	DG	…		dd	8278	8 ¼	8	8 1/4	
85	61 1/8	Dayth HUD	DH	1.6	2.3	14	1429	69 1/8	68 1/8	68 5/8	+5/8
67 1/2	36 3/4	DEERE	DE	2.0	3.0	06	3073	67 8	66 7/8	67 1/8	+3/8

Racio cene i čiste dobiti (PE) pokazuje odnos između cene akcije i čiste dobiti koju je kompanija ostvarila u poslednja četiri kvartala. Racio se izračunava na taj način da se tržišna cena akcija podeli sa čistom dobiti ostvarenoj u pojedinačnoj

[27] Izvor: U obliku novca..., str. 54 - 55.

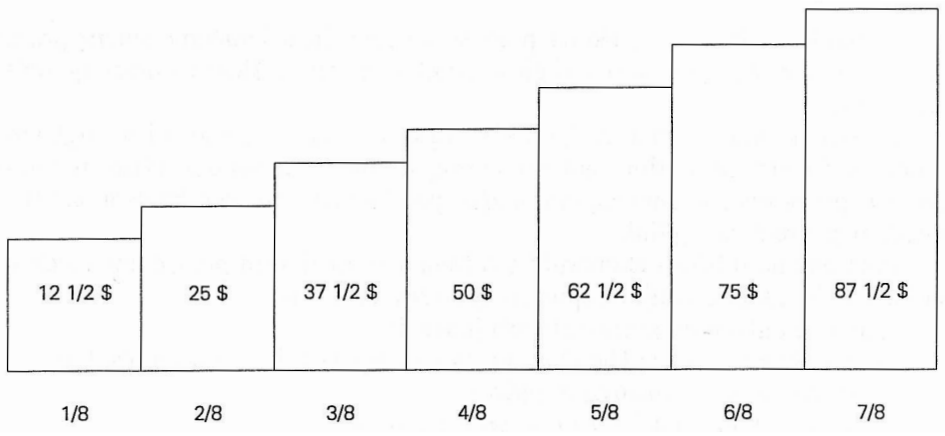
akciji (ova se brojka ne može naći u izveštaju kao poseban podatak). Racio cene i čiste dobiti u tabeli za DAYTON HUSTON iznosi 14, što znači da racio iznosi koliko 14 godišnjih čistih dobiti po akciji.

Investitore interesuje uglavnom čista dobit. Oni ovaj podatak koriste za poređenje relativne cene pojedinih (različitih) akcija. Na osnovu njega se može zaključiti šta se događalo u prošlosti, ali ne i u budućnosti. Dve kompanije koje sada pokazuju isti racio mogu u budućnosti da se sasvim različito ponašaju. Jedna može da ostvari još veću čistu dobit, druga da ostvari gubitak. Mnogi investitori izbegavaju kompanije koje imaju previsok racio, jer ne ulaže u budućnost (reinvestiranje dobiti). Mnoge male ili srednje kompanije koje se naglo razvijaju mogu da iskažu visok racio i čvrstu dobit, a da bude privlačna za investitore. Tu postoje brojni dragi indikatori za ocenom uspešnosti firmi, što i opredeljuje investitore za ulaganje kapitala. S druge strane, zrela korporacija iz grane koja u celini slabo stoji može da ima nizak racio i čiste dobiti i da kao takva predstavlja slabu investiciju.

OBIM (VOL.) predstavlja broj akcija kojima se trgovalo prethodnog dana. Ako se Z ne pojavljuje ispred broja u ovoj koloni, tada broj treba pomnožiti sa 100 da bi se dobio stalan broj akcija kojima se trgovalo. Neuobičajeno veliki obim označava se tako što se broj akcija podvlači. To obično ukazuje i na reakciju kupaca i prodavaca na neku potrebnu novu informaciju. To je slučaj kod korporacije DTE GEN.

NETO PROMENA CENE (NET CHG) pokazuje poređenje cene akcije na zatvaranju berze prethodnog dana. Minus (-) označava da je cena niža, a plus (+) da je cena viša. Tako je cena akcija korporacije Dayton Hudson veća za 5/8, što predstavlja povećanje od 5/8 u odnosu na prethodni dan. Cene akcija su iskazane u razlomcima od 1/8 do 8/8 a izražene u dolarima imaju sledeće vrednosti:

CENE AKCIJA IZRAŽENE NA TRŽIŠTU



Profesionalni investitori vrše brojne i različite analize informacija koje su im dostupne u vezi korporacija. Tako ozbiljna i fundamentalna analiza obuhvata:

1. Celokupno finansijsko stanje korporacije,
2. Struktura uprave,

3. Konkurentnost korporacije u okviru privredne grane u kojoj posluje,
4. Perspektivu za razvoj i nove investicije.

Investitorima stoji na raspolaganju čitav niz drugih informacija iz poslovanja корporacije, tako da mogu sve da saznaju o akcijama i korporacijama koje ih emituju. Postoje četiri vrste finansijskih informacija koje služe kao dobri indikatori stanja i budućnosti korporacije, te da li je dobro u nju ulagati (kupovati njene akcije). Da navedeno te indikatore:

1. Knjigovodstvena vrednost,
2. Čdobit po akciji,
3. Zarada po akciji,
4. Racio pokrivenosti dividende.

Knjigovodstvena vrednost korporacije izražava razliku između aktive i pasive korporacije. Niska knjigovodstvena vrednost može da ukaže na to da je kompanija prezadužena, da joj je profit ograničen, mada trenutno dobro posluje. Nekada mala knjigovodstvena vrednost ukazuje na potcenjenu aktivu kompanije (iz različitih razloga) te stračnjaci smatraju da u takve treba ulagati.

Čista dobit po akciji, kao drugi indikator, izražava se na način da se ukupan profit podeli brojem emitovanih akcija. Ako se čista dobit povećava iz godine u godinu to znači da se kompanija razvija i da dobro finansijski stoji.

Zarada po akciji, kao treći indikator, izračunava se kada se čista dobit po akciji podeli sa knjigovodstvenom vrednošću kompanije.

Racio pokrivenosti dividende je procentualni deo čiste dobiti koji se koristi za plaćanje dividende akcionarima. Obično racio iznosi izmedu 25% i 50% ukupnog iznosa neto dobiti u razvijenim privredama. Veći racio ukazuje na teškoće koje kompanija ima u izvršavanju svojih obaveza.

5. INDEKSI KRETANJA TRŽIŠNIH CENA AKCIJA

Kretanje tržišnih cena akcija prati se svakog dana izračunavanjem proseka (averages) i indeksa koji su u različitim zemljama ustanovljeni za praćenje opšteg stanja u privredi.

Dnevne promene cena akcije, obim trgovanja, visina prinosa i dr. uglavnom se tiču akcionara. Međutim, ono što se događa na finansijskom tržištu u celini - živost, usporen rast, stagnacija, dramatičan pad (slom) u stvari odražava ono što se događa u privredi kao celini.

Promene na tržištu i ekonomiji izražavaju se različitim prosečnim vrednostima i indeksima koji dovoljno reprezentuju tržišna kretanja.

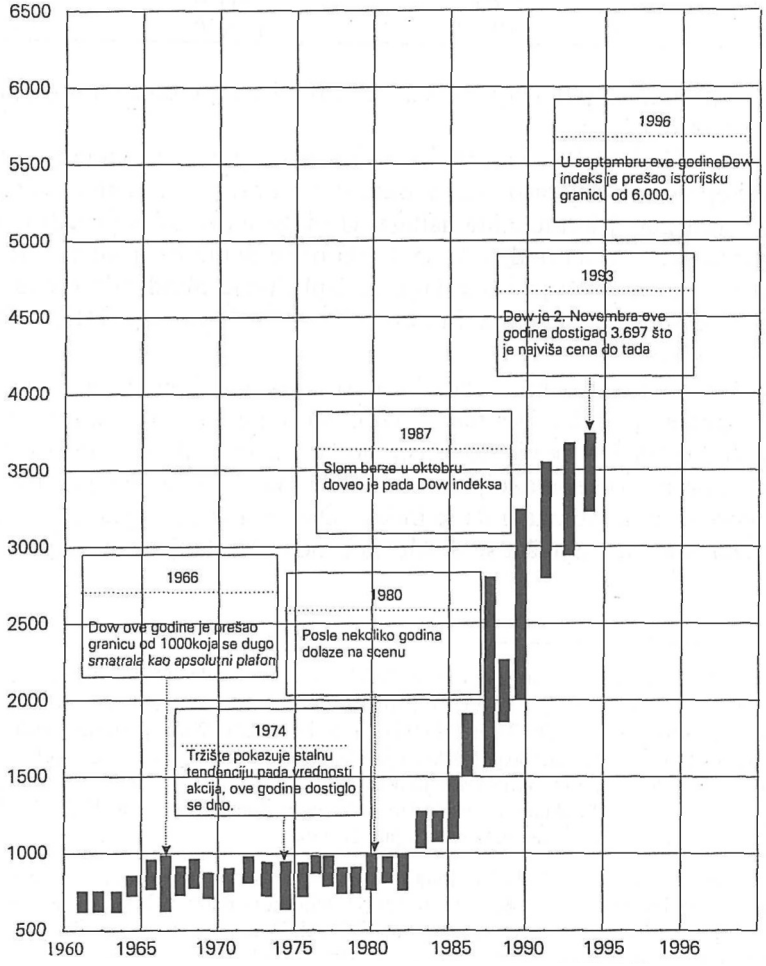
Danas se uglavnom koriste sledeći indeksi:

1. Dow Jones indeks (The Dow Jones Averages - DJIA), koji može biti:
   a) Dow Jones industrijski indeks,
   b) Dow Jones indeks transportnih organizacija,
   c) Dow Jones indeks uslužnih delatnosti,
   d) Dow Jones 65-kombinovani indeks.
2. NIKEI indeks (Japan),
3. DAX (Nemačka),
4. CAC 40 (Francuska),
5. FT _ SE 100 (V. Britanija),
6. SPI (Švajcarska).

Dow Jonsov indeks, videli smo, prati ponašanje akcija 30 najvećih industrijskih kompanija koji čine 25% vrednosti ovih akcija Njujorške berze. Ponašanje vrednosti akcija ovih kompanija odražava ponašanje celokupne privrede. Dow Jonesov industrijski indeks je najpoznatiji pokazatelj kretanja na tržištu, zbog čega se i najčešće objavljuje i prati. Kada se kaže "danas je tržište otišlo 25 poena gore", to znači da je Dow indeks povećan za 25%. U početku se vrednost ovog indeksa računala tako što se ukupna cena akcija sa brojem akcija. Danas se Dow Jonesov indeks izračunava tako što se sabiraju cene akcija svih industrijskih kompanija, a zbir se deli brojem koji predstavlja pokazatelj (korekcija) broja cepanih akcija. Dow indeks meri ponašanje i učinak 30 akcija vodećih industrijskih kompanija. Investitori ukoliko žele da sagledaju šta se stvarno desilo sa cenom 30 akcija u DJIA treba samo da vide koliko procentualno iznosi promena cena akcija DJIA, a ne visina samog indeksa.

Kako se prati Dow Jonesov indeks?

DOW JONESOV INDUSTRIJSKI INDEKS (DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE)



Berzansko tržište u SAD svodi se na New York Stock Exchange (NYSE) na kome se inicijalno javlja oko 72% svih akcija, što uz American Stock Exchange (AMEX) od 18%, čini ukupno 90% svih emitovanih akcija.

Danas postoji nekoliko svetskih indeksa akcija: Dow Jones (SAD), NIKKEI (Japan), DAX (Nemačka), CAC 40 (Francuska, FT - SE 100 (V. Britanija) i SPI 9 Švajcarska). Nivo ovih indeksa i jedna u nizu promena izgledali su ovako:

Berzanski indeksi pokazuju prosek cena hartija od vrednosti u odnosu na bazičnu tržišnu vrednost.

Dow Jones indeks kao najvažniji, videli smo, pokazuje kretanje cena akcija na Njujorškoj berzi. Najstariji je, a odnosi se posebno na industrijski indeks, železnicu - transport i komunalne usluge. U njega ulaze 30 najvećih korporacija. Zbir vrednosti svih akcija podeli se sa 30 da bi se dobio ovaj indeks. Kompanije, koje su razvodnjavale akcije i one koje su isplaćivale dividende preko izdavanja novih akcija, dovele su do izvesnih korekcija u izračunavanju DJIA (Dow Jones Industrial Average).[28]

OSNOVNI SVETSKI INDEKSI AKCIJA
- promena za sedam dana –

	Vrednost na dan 1.03.1991.	Vrednost 8.03.1991.	Promena indeksa
Dow Jones	2.882.1	2.963.3	+81.2
NIKKEI	25.881.5	26.607.5	+726.0
DAX	1.516.7	1.602.5	+85.8
CAC 40	1.746.7	1.848.9	+102.2
TT-SE 100	2.836.9	2.466.0	+79.1
SPI	1.011.0	1.053.0	+42.0

Dow Jones industrijski indeks vrednosti akcija, koji se uglavnom naziva Dow, je najpoznatiji indeks kretanja vrednosti akcija. On je parametar kojim se mere promene vrednosti akcija na tržištu 30 akcija koje ulaze u prosek. Računa se procentualna promena cena akcija. Ako se kaže da je tržište akcija danas otišlo za 20 poena gore ili dole, to znači da je indeks Dow porastao ili pao za 10 poena. Investitori kada žele da znaju šta se desilo sa cenom 30 akcija industrijskih korporacija u DJIA treba samo da pogledaju koliko procenata iznosi promena cena akcija, a ne sam indeks.

[28] Nastanak Dow Jones indeksa vezuje se za 1884. Godinu i Čarlsa Don-a (Charles Dow), koji je te godine napravio listu od 11 reprezentativnih akcija kompanija, koje su predstavljale ekonomsku snagu zemlje (SAD). Tu je bilo 9 akcija železničkih i 2 akcije proizvodnih korporacija. Listu je objavio u novinama koje su kasnije postale preteča časopisa The Voll Street Journal. Kasnije je (1896) objavio samo listu industrijskih kompanija, ali znatno proširenu. Od svih kompanija sa te liste do danas je ostala samo General Electric. Lista je 1928. proširena na 30 korporacija. Od tada do danas lista se menjala 20 puta.
Neki ekonomisti smatraju da bi šira lista korporacija dala mnogo tačniju sliku o zdravstvenom stanju nacionalne ekonomije. Koje su to korporacije koje ulaze u Dow Jonson industijski indeks akcija: Alfred, Alcoa, Arn. Express, TOT, Steel, Boeing, Caterpillar, Chevron, Coca Cola, Disney, Du Point, Kodak, Gen. Electric, Exxon, Goodyear, IBM, Int. Papaer, McDonalds, Merck, Minn.Mf, Morgan, Philip Moris, Proct, Gam., Sears, Texaco, Un. Clarbide, Unt. Techn., Westinghouse, Woodwort.

Dow Jonesov indeks vrednosti akcija*

Najviši	Najniži	Zatvara-nje	Neto prom.	% Prom.	Promena za 365 dana	% Prom.	Promena prema 31.12.	% promena
u toku 365 dana								
3554.83	3136.58 industrija (30)	3490.61	+23.80	+0.69	+206.60	+6.29	+189.50	+5.74
1683.08	1204.40 Transport (20)	+21.86	+1.46	+230.32	+17.92	+66.05	4.56	
247.68	209.69 Usluge (15)	242.88	+1.12	046	32.13	15.25	+21.86	+9.89
322.35	1107.47	+11.25	+0.89	+127.01	+11.04	+72.51	+6.02	

Izvor: *U oblika novca ... str. 69. Vrednost akcija na dan 24.06.2003.*

NYSE INDEKS uključuje sve akcije koje kotiraju na Njujorškoj berzi i to preko njihove tržišne vrednosti. Uslov da se neka korporacija na]e na listingu NYSE je dobit pre oporezivanja od 2.5 miliona dolara, 1.1 milion akcija u rukama akcionara, uz minimalnu vrednost akcija od 18 miliona dolara. Indeks se računa od 1966. godine na bazi baznog indeksa vrednosti od 50 (izračunatog prema baznoj 1965. godini). Njujorška berza daje podatke o kretanju cena akcija kompanija iz četiri sektora:

NYSE (NEW YORK STOCK EXCHANGE) INDEKS *

Najviši	Najniži	Zatvara-nje berze	Neto prom.	% Prom.	Promena u 365 dana	% Prom.	Promena procena 31.12.	% promena
u toku od 365 dana								
251.36	221.53 Kombinovani	246.60	+1.68	+0.69	+25.07	+11.32	+6.39	+2.66
303.91	273.18	296.16	+1.80	+0.61	+21.43	+7.80	11.77	+0.60
246.81	Industrija 182.66	233.08	+2.74	+1.19	+36.78	+18.74	+18.36	+8.50
232.40	Transport 193.40	228.74	+0.88	+0.39	+35.08	+18.11	+19.08	+9.10
223.96	Usluge 174.16 Finansije	213.22	+2.53	+1.20	+39.06	+22.43	+12.39	+6.17

Izvor: *isti kao za prethodne preglede. Vrednost akcija 20.06.2003.*

KOMBINOVANT "NASDAQ" (Nacionalno udruženje dilera hartijama od vrednosti) indeks prati kretanja cena akcija kojima se trguje na Nasdak tržištu akcija.

Vrlo razvijena elektronska mreža omogućava dilerima da trguju širom zemlje preko kompjutera iz svojih kancelarija. Brokeri kupuju ili prodaju akcije preko telefona. Na NASDAQ listingu se nalazi 4.700 korporacija, od malih tek osnovanih do džinovskih korporacija. Ovde se nalaze korporacije, iz sektora tehnologije, bankarstva, telekomunikacija, maloprodaje.

Ovaj indeks pokazuje veća kolebanja od drugih indeksa zbog vrste korporacija i akcija kojima se trguje na ovom tržištu.

KOMBINOVANI NASDAQ INDEKS[29]

High 365	Low	Close Cng	Net Cng	% Cng	365 Cng	% Cng	31.12 Cng	%
708.85	574.84 Composite	66.72	+3.93	+0.57	+140.52	+25.63	+11.77	+ 1.74
757.05	581.60 Industrials	712.63	+2.80	+0.30	+130.68	+22.48	-12.31	-1.70
862.27	612.77 Insurance	836.93	+9.27	+1.12	+222.16	+36.14	+33.02	+4.11
641.57	429.67 Banks	600.73	+4.22	+0.71	+171.06	+39.81	+67.80	+ 12.71

Akcije kojima se najviše i najatraktivnije trguje nalaze se na NASDAQ kursnoj listi. Podaci se objavljuju svakog dana.

Prateći indekse, njihov pad ili porast, vlasnici kapitala imaju osnovne indikatore za odlučivanje o plasmanu svog kapitala, odnosno izbor pravca ulaganja, odnosno vlasnicima akcija da ih prodaju ili kupuju. Često se radi o akcijama malih i tek osnovanih korporacija, koje ostvareni profit reinvestiraju u dalji razvoj poslovanja, zbog čega svojim akcionarima ne isplaćuju dividendu.

Pored kombinovanog NASDAQ INDEKSA postoji i pojedinačni za konfigucije NASDAQ indeks. Kursna lista ima istu formu kao i Njujorška i Američka berza, samo što se kod korporacija upotrebljava umesto jednog ili dva slova čak četiri simbola.

KOTIRANJE AKCIJA NA NASDAK-OVOM LISTINGU

52 nedelje		Stock	Sym		Yld		Vol	Hi	Lo	Close	Net Cng
Hi	Lo			Div	%	PE	100S				
13	7	GREEN	APGI	28	2.5	10	2	11 1/4	11 1/4	…	
S14	5 ¼	AP GRIST	GRST	…	…	13	415	8 1/4	14	11	+1/2
1/8	MILL.										
16 3/4	10 ¾	GROWE BK	GROV	481	3.4	8	60	14 1/4	14	11	+1/2

Na primeru korporacije GRIST MILL, objasnićemo promene na berzi. U toku prošle godine najviša cena akcija bila je 141/8, a najniža 5 1/4. Vidljivo je da je cena ovih akcija vrlo kolebljiva, jer je pala za 8.87 poena ili oko 63%, što je rezultat cepanja akcija (označeno sa S na margini). Ova kompanija nije isplatila dividende, dok je racio cene i čiste dobiti (PE) 13. Na berzanskom sastanku dan pre

[29] Ibidem

objavljivanja liste prodato je 41.500 akcija (415x100 S). Tokom toga dana najviša cena je bila 8 1/4 (8,25 dolara), a najniža 7 3/4 (7,75 dolara). Pošto je cena pri zatvaranju bila 7 3/4, čista razlika je 1/2 poena (50 centi) niža od cene postignute prethodnog dana.

"AMEX" je indeks tržišne vrednosti, akcija na američkoj berzi. Dosta je sličan indeksu Dow Jonesa. Ovaj indikator uključuje 840 najreprezentativnijih industrijskih akcija koje su na listingu američke berze. Uglavnom su uključene kompanije u razvoju i to srednje veličine. Uslovi da se neka korporacija nađe na listingu AMEXA su: neto ostvarena dobit preko 750.000$ pre oporezivanja, uz 500.000 akcija u rakama akcionara, uz tržišnu vrednost akcija od 3 miliona dolara u rukama akcionara.

DAX predstavlja indeks vrednosti akcija 30 najreprezentativnijih akcija na Francuskoj berzi. Akcije se odnose na kapital običnih, povlašćenih i novih akcija na berzi. Vrednost indeksa je 100 za 1987. Godinu kao bazan.

TOPIX je kompozitni indeks svih običnih akcija koje se pojavljuju na Tokijskoj berzi od jula 1969. Tržišna vrednost akcija se koristi kao brojilac u izračunavanju indeksa, a tekuća ukupna tržišna vrednost akcija kao imenica. Dobijeni odnos se množi sa 100, što predstavlja vrednost baznog indeksa.

Značaj, vrednost indikatora u baznoj godini, bazna godina i vrednost indikatora u toj godini mogu se sagledati iz sledećeg pregleda.

KARAKTERISTIKE OSNOVNIH BERZANSKIH INDEKSA[30]

	DJIA	NYSE	SAP 500	VLA	NASDAQ
Relativni značaj**1**	TCA	UTV	UTV	RZ	UTV
Metod uprosečavanja	A	A	A	G	A
Bazna godina	1986	1965	1941-43.	1961	1971
Vrednost indikatora u baznoj godini	100	500	10	100	100
Broj akcija u indikatoru**2**	30	1.520	500	1.700	3.500
Tržišta na kojima se trguje akcijama	NYSE.AMEX OTC	NYSE.AMEX OTC. CANADIAN		NYSE	OTC

6. OSCILACIJE KURSEVA NA BERZI

Kada tržište akcija kreće u uzlaznom smeru (oporavak berze) tada se govori o tržištu hosista. Nakon toga ciklički berza pokazuje silazni trend sve dok ponovo ne počne da raste. Tržište na kome cene akcija padaju zove se tržište besista. Obično se smatra da cene treba da padnu ispod 15% da bi se smatralo da postoji tržište besista. Tržište hosista obično traje duže od tržišta besista. To znači da ukupne

[30] Grupa autora: Berzanski pojmovnik, Berza, novembar 1992, str. 27.

cene ipak duže rastu od prosečnog pada, bez obzira na ciklična kretanja cena. To se događa i sa cenama na drugim tržištima (robna, usluge, devizna, radne snage).

Do pada cena uglavnom dolazi brzo (kriza na berzi) dok oporavak traje znatno duže.

Padanje cena akcija na berzi obično se zove slom berze. Berze su do sada doživele dva najveća sloma: oktobra 1929. godine i oktobra 1987. godine. Lomovi na berzi, odnosno iznenadni pad vrednosti akcija zbog koga Dow Jonesov indeks vrtoglavo pada, uglavnom su rezultat kretanja u privredi (investicije, tražnja, potrošnja, kamate, inflacija, poslovna neizvesnost, ogromne zalihe, pad proizvodnje, nezaposlenost i dr.). Kapital je blokiran u zalihama, banke se suzdržavaju od davanja kredita, naplata kredita izostaje, nelikvidnost banaka se povećava, preti slom i veliko bankrotstvo banaka, javljaju se ogromne teškoće u pretvaranju robnog u novčani kapital, izostaje (zbog neizvesnosti i pada tražnje i realizacije) želja za investiranjem. Da ne bi još više izgubili u obezvređivanju kapitala investitori počinju panično da prodaju akcije (da bi došli do novčanog kapitala i izbegli dalje gubitke). Velika ponuda akcija dovodi do daljeg njihovog pada. To je scenario koji se odigrao 1929. godine. Krizu berzi 1987. izazvalo je ogromno povećanje obima poslovanja (programsko trgovanje),[31] što je dovelo do sloma berze.

SLOM BERZE AKCIJA I DUBINA KRIZE[32]

	29. oktobar 1929.	19. oktobar 1987.
Gubitak izražen u %	12.8%	22.6%
Gubitak u dolarima	14 milijardi	500 milijardi

Kao indeksna baza koristi se 31. decembar (1928. i 1986. godine).

OBIM TRGOVANJA NA BERZI PRED KRIZU I POSLE KRIZE BERZE[33]

	Berzanski sastanak	Akcije kojima se trgovalo na berzi
24.10.1929		12.900.000
29.10.1929	slom na berzi	16.400.000
30.10.1929		10.700.000
23.01.1987		302.400.000
19.10.1987	slom na berzi	604.300.000
20.10.1987		608.100.000

Slom berze 1987. trajao je vrlo kratko, tako da se berza brzo oporavila (zahvaljujući kontroli, ograničenjima i propisima koje je država donela posle

[31] Programsko trgovanje se javlja kada veliki investitori za kupovinu i prodaju akcija koriste velike naloge preko kompjutera. Često se programsko trgovanje automatski aktivira kada cene akcija dostignu unapred utvrđeni nivo. Takve ogromne kupovine i prodaje mogu da dovedu do neočekivanih promena cena, pa i da dovedu do dramatičnih kretanja na berzi. To se dogodilo 1987. kada je ogromno programsko trgovanje dovelo do sloma berze (nagli pad cena akcija).

[32] Da bi se sprečila potencijalna kriza berze koju može da izazove programsko trgovanje elektronskim putem, ovo trgovanje se prekida na neko vreme čim se jave prvi znaci krize na berzi, sve dok se situacija ne smiri.

[33] Izvor: U obliku novca... str. 72-73. Danas se na Njujorškoj berzi trguje dnevno sa 500 - 600 miliona akcija, dok je 1993. To iznosilo 247 miliona. "Berzanski materijal" se vrlo brzo uvećava, time i opasnost od sloma.

najvećeg sloma berze 1929. godine). Sve je to u nameri da se unapred spreči slom berze. Kada Dow indeks padne za 250 poena njujorška berza prekida trgovanje na jedan sat, ako padne za 400 poena rad se prekida na dva sata. To služi da se spreči panika investitora koja bi još više pogoršala ionako lošu situaciju. Usporavanjem pada cena akcija "dovode se u red" i brojne odluke o prodaji akcija, što smiruje situaciju na berzi. To je sistem uključivanja tzv. kolara, zaštitnog mehanizma koji stopira na izvesno vreme pojedine tehnike trgovine hartijama od vrednosti na berzi, kada dođe do skoka ili pada većeg od 50 poena do Dow Jones indeksa.

GLAVA TREĆA

MEHANIZAM RADA BERZE AKCIJA

1. POSLOVANJE NA BERZI

Na samoj berzi sve izgleda živo, kao u mravinjaku.

Na znak zvona i početka rada berze uključuju se semafori i kompjuteri. Počinje trgovina akcijama. Jedni nude, drugi kupuju akcije. Cena akcija pada ili raste. Sve izgleda haotično, jer se radi o stalnoj licitaciji. Na klackalici ponude i tražnje formira se cena hartija od vrednosti.

Berza se javlja kao centralna institucija ekonomskog mehanizma, preko koje pulsira ukupan privredni život. *Ona predstavlja barometar stanja privrede i glavni indikator konjunkture nacionalne ekonomije.* Preko berze se dobijaju brze informacije o *uzletu ili slabljenju konjunkture u privredi.* Ona omogućava vlasnicima kapitala da svoj kapital ulože unosno, a investitori (korporacije, država, banke i dr.) da dođu do svežeg kapitala.

Trgovina se vodi dosta dinamično, a za laika potpuno nerazumljivo. Sporazumevanje se vrši određenim gestovima ruku u dvorani, sa tačno utvrđenim signalima (otvorena šaka znači prodato, dlan okrenut licu - kupovinu akcija). Kompanija se označava posebnim gestom, brojevi se 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 semafora. Podaci o transakcijama se sređuju i služe za izračunavanje ukupnog indeksa berzanskog prometa - *uprosečenih cena svih akcija na berzi.*[34]

Kupac, koji je želeo da kupi određene akcije, odmah će biti obavešten o transakciji. Vrednost akcija će uplatiti za tri dana i proviziju brokera. Akcije se ne dobijaju u ruke, već ostaju u nekom trezora. Dobija se samo potvrda o vlasništvu.

[34] Berza je inače *neprofitna institucija,* koju su osnovale korporacije koje žive od posredovanja u trgovini akcijama. Berza ne kupuje i ne prodaje hartije od vrednosti, već samo omogućava njihovo trgovanje.

U objašnjavanju rada berze poslužićemo se primerom najveće (njujorške) berze. Berza pre svega obezbeđuje uslove za trgovanje akcijama i pravima pod kojima se to trgovanje odvija.

Berza ne utvrđuje cene akcija. Cene akcija su rezultat ponude i tražnje i samog procesa kupovanja i prodaja. Trgovanje se odvija metodom aukcije. U svakoj transakciji akcija se prodaje onom ko ponudi najvišu cenu, a kupuje od onoga ko prodaje po najnižoj ceni.

1. Berza se otvara i počinje sa radom u 9,30 i završava u 4 sata posle podne, kada se za to oglasi zvono sa podijuma.
2. Berza iznajmljuje boksove (kabine) brokerskim kućama. To je baza za brokera koji trguje na berzi. Kada broker dobije nalog za trgovanje iz jedne od brokerskih kancelarija, on ga odnosi do pulta ovlašćenog specijaliste za ovakvu transakciju.
3. Berza je istovremeno iznajmila prostor specijalisti koji je broker brokera. On vodi listu neizvršenih naloga. Broker - specijalista pomaže da se nalozi za kupovinu i prodaju akcija obave po određenim cenama. On treba da obezbedi i sve uslove da se trgovina normalno obavi.
4. Ako se javi velika razlika u ceni između naloga ponude i tražnje (najviše cene koju nudi kupac i najniže koju nudi prodavac) tada se specijalisti pretvaraju u dilere i za svoj račun kupuju i prodaju akcije. Na taj način oni smanjuju razliku u ceni i pospešuju (olakšavaju) prodaju i kupovinu. To je vrlo značajno za *vitalnost i efikasnost tržišta.*
5. Na pultovima, koji se nalaze ispred specijalista, trguje se akcijama jedne kompanije samo na jednom pultu, čime se tačno zna gde se i kojim akcijama trguje. Ne može se dogoditi da se sa više akcija više kompanija trguje za jednim pultom.
6. Berzanski broker može, ali ne mora da se koristi uslugama berzanskog specijaliste (kojem treba platiti proviziju). Najveći broj transakcija zaključuje se direktno između brokera koji se u istom trenutku zateknu pored pulta.
7. Na monitorima na pultovima teku izveštaji o dnevnoj aktivnosti za pultovima. U njima se daju podaci o akcijama kojima se trgovalo, cenama po kojima su zaključene transakcije i veličini naloga.
8. Kada se zaključi transakcija tada izveštač u optičku skener karticu unosi osnovne podatke: simbol akcije, cenu i ime brokera koji je započeo transakciju. Skener ovu informaciju u roku od nekoliko sekundi prenosi na elektronsku traku.
9. Konfirmacija (potvrda) se daje kada broker podatke o uspešno izvršenoj transakciji dostavi filijali iz koje je nalog potekao. Tada se transakcija smatra zaključenom.

2. VANBERZANSKO TRGOVANJE HARTIJAMA OD VREDNOSTI

U razvijenim tržišnim privredama koje imaju razvijeno berzansko trgovanje postoji i dosta razvijeno vanberzansko trgovanje hartijama od vrednosti. Trgovanje se odvija legalno pored berzi. U nekim privredama (npr. SAD) vanberzansko trgovanje je po obimu veće od berzanskog poslovanja dugoročnim hartijama od vrednosti. 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, nema tačno određeno mesto gde bi se susretale ponuda i tražnja efekata. Na ovom tržištu dileri i brokeri u direktnim kontaktima, koristeći telefone, telefakse, kompjutere i dr. stupaju u direktnu vezu i vrše kupovinu i prodaju efekata. Ovaj oblik poslovanja je indirektno pod regulativnom koja je donesena za verze. Tako u SAD postoji udruženje dilera (NASD -National Assotiation of Securities Dealers inc), koje ima slične funkcije regulacije kao što ima uprava berze.

Na vanberzanskom tržištu trguje se različitim oblicima hartija od vrednosti. Tu se trguje hartijama od vrednosti velikih i poznatih kompanija, vlada, malih kompanija, banaka, ali i inostranstva.

U vanberzanskom sistemu trgovanja mogu da učestvuju sledeće institucije:

1. Brokerske i dilerske kuće,
2. Investicione banke,
3. Firme koje se bave garantovanjem ili distribucijom nove emisije hartija od vrednosti,
4. Kuće specijalizovane za trgovanje obveznicama,
5. Ostale institucije koje su dobile odobrenje promene berzanskim propisima.

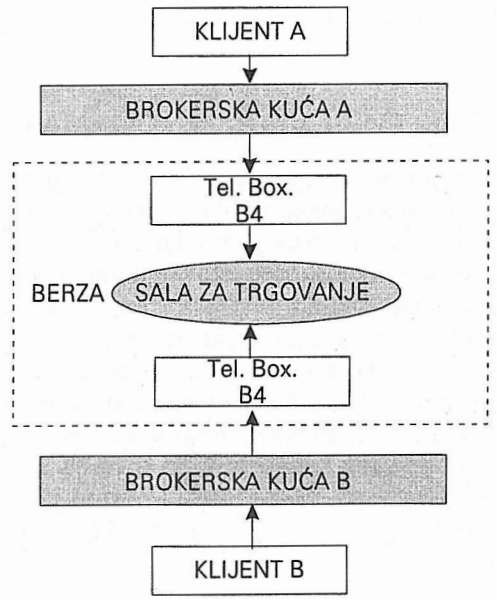
Na vanberzanskom tržištu trguje se na principu dogovaranja i sporazuma oko cena, za razliku od čisto berzanskog (zvaničnog) trgovanja koje se odvija na principu aukcije. Prijem naloga za kupovinu ili prodaju efekata isti je kao i kod berzanskog poslovanja. Trgovanje se može odvijati preko brokera ili preko dilera. Ako jedna firma radi kao “market maker” trgovina se vrši jednostavno po principu tekuće kotacije 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.

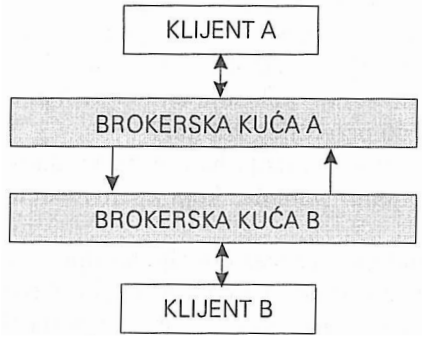
Na vanberzanskom tržištu može da se trguje i na tzv. “trećem tržištu” na kojem se trguje hartijama od vrednosti koje se nalaze na listingu berze. U nekim privredama članovima berze je zabranjeno da izvršavaju naloge van berze odnosno

koji se nalaze na njenom listingu. Na trećem tržištu tada prioritet imaju brokerske kuće koje članovi berze.

TRGOVANJE PREKO BERZE



VANBERZANSKO TRGOVANJE



Postoje specijalni dnevni izveštaji koji daju dnevni pregled cena na vanberzanskom poslovanju, po kojima su dileri spremni da kupuju ili prodaju određene hartije od vrednosti. Ovi izveštaji se ne objavljuju javno, već se dostavljaju brokerskim kućama koje su pretplaćene, a koji im služe kao važan indikator i obaveštenje šta se događa sa cenama hartija od vrednosti na vanberzanskom tržištu.

3. ULOGA BANAKA KOD PRIMARNE EMISIJE HARTIJE OD VREDNOSTI

U savremenoj tržišnoj privredi banke postaju direktni učesnici na tržištu kapitala, posebno u primarnoj i sekundarnoj emisiji akcija. Ovo se posebno odnosi na investicione banke. Njihova uloga je posebno značajna u primarnoj emisiji hartija od vrednosti. Uloga im se svodi pre svega da na finansijskom tržištu savetuju svoje klijente, da im vrše razne administrativne poslove u procesu primarne emisije hartija od vrednosti, kao i da vrše prodaju hartija od vrednosti.

Investicione banke prateći finansijska tržišta (novca i kapitala berze) sugerišu preduzećima kako da dođu do novih finansijskih sredstava. U pogledu emisije hartija od vrednosti nakon preliminarnog sporazuma investicione banke i investitora pristupa se detaljnoj analizi finansijske situacije preduzeća. Posle toga se sklapa ugovor između banke i emitenta. U ugovor se unose svi elementi nove emisije, osim cene hartija od vrednosti.

Banka dobija status organizatora emisije, pri čemu formira dve grupe: prva, čini sindikat (konzorcijum) potpisnika emisije, druga se bavi prodajom hartija od vrednosti.

Sindikat banaka čine najčešće poznate banke (od nekoliko pa preko 100 banaka). Broj banaka najčešće zavisi od visine emisije hartija od vrednosti ali i rizika. Banka preuzima sve administrativne poslove u vezi emisije i odgovara za zakonitost radnji. Banka je obavezna da dostavi institucijama za kontrole emisije registracioni izveštaj u kojem se navode svi bitni elementi emisije.

Uobičajeno je da emitent zajedno sa bankom pripremi i izda prospekt u vezi sa primarnom emisijom u kojem su navedeni svi potrebni elementi.

Investiciona banka na osnovu ugovora preduzima sve operacije u vezi sa plasmanom hartija od vrednosti. Ovde se banka javlja u ulozi garanta i organizatora prodaje. Banka to vrši zajedno sa sindikatom potpisnikom ugovora o emisiji hartija od vrednosti. Time oni preuzimaju celokupan rizik za plasman hartija od vrednosti i naplatu provizije. Ukoliko se desi da ne uspe prodaja celokupne emisije, tada banka i sindikat potpisnici ugovora o emisiji, preuzimaju na sebe da "otkupe" sav preostali neprodati deo hartija od vrednosti (zadržavajući ga u svom portfelju), a iznos vrednosti neprodatih akcija uplaćuju emitentu. Time je ukupna emisija realizovana, a emitent došao do potrebnog kapitala.

Pri ostvarivanju primarne emisije hartija od vrednosti emitent sam odlučuje, na osnovu unapred dobijenih ponuda, koja će investiciona banka vršiti prodaju hartija od vrednosti.

Banke koje se uključuju u proces emisije hartija od vrednosti nekog emitenta ostvaruju pri tome značajan prihod na bazi provizije i eventualno nastalih kursnih razlika. Velike investicione banke koje se uključuju na finansijsko tržište (tržište kapitala) imaju posebna odeljenja i sale u kojima se vrši kupovina i prodaja hartija od vrednosti.

Š E S T I D E O

FINANSIJSKE INSTITUCIJE I INSTRUMENTI U RAZVIJENIM TRŽIŠNIM PRIVREDAMA

GLAVA PRVA

MONETARNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE

1. CENTRALNA (EMISIONA) BANKA

Razvojem Monetarnih sistema ove banke se izdvajaju od ostalih banka i dobijaju monopol za emisionu funkciju, odnosno izdavanje novca. Položaj i mesto centralne banke u svakoj privredi je bio specifičan, u korelaciji s razvojem finansijkih, političkih i ekonomskih okolnosti. Međutim, karakteristično je za sve centralne banke, u svim bankarskim sistemima i u svim ekonomijama njihovo centralno mesto (monetarna vlast) u monetarno-kreditnom sistemu i domenima uticaja i odgovornosti za privrednu aktivnost i finansijka kretanja u zemlji.[35]

Osnovne funkcije centralne banke bile bi sledeće:

1. Regulisanje opticaja novca i emisije kredita, u skladu s zahtevom likvidnosti i monetarne stabilnosti u zemlji;
2. Održavanje likvidnosti u međunarodnim plaćanjima i briga za platni bilans;
3. Očuvanje unutrašnje i međunarodne vrednosti novca;
4. Očuvanje likvidnosti kreditnog sistema u zemlji, i vezi s tim, kontrola rada banke radi održavanja monetarne stabilnosti;
5. Obavljanje raznih finansijskih transakcija za račun države;
6. Analiza novčanih i privrednih kretanja na domaćem i međunarodnom planu, saradnju s međunarodnim finansijskim institucijama i centralnim bankama drugih zemalja radi nesmetanih transakcija na međunarodnom planu.

Glavni cilj aktivnosti centralnih banaka nije ekonomska dobit, već realizacije određenih ciljeva i zadataka monetarne, odnosno ekonomske politike zemlje određenih ciljeva i zadataka monetarne, odnosno ekonomske politike zemlje.

[35] Dr S. Komazec, dr J. Kovač, dr Ž. Ristić: Bankarstvo i savremena ekonomija, «ABC Glas», Beograd, 1993. str. 21-24.

U tom smislu je najznačajnija funkcija centralne banke u regulisanju novčanog opticaja, obima kreditne aktivnosti u zemlji i održavanje monetarne stabilnosti. Ove zadatke centralna banka izvršava preko sledećih instrumenata: politike eskontne stope, politike otvorenog tržišta, politikom obaveznih rezervi i kvalitativnom i kvantitativnom kontrolom kredita.

Centralna banka kao monetarna vlast je osnovni i najvažniji učesnik na tržištu novca. Njena važnost proizilazi iz njenog mesta i uloge koju ima i ostvaruje u funkcionisanju tržišta novca. Najznačajnije od tih uloga bile bi:

Kao učesnika na tržištu novca ona vrši ulogu "banke banaka" vodeći kod sebe evidenciju o stanju na računima svih poslovnih banaka i drugih učesnika na tržištu novca. Ona je autonomna i potpuno samostalna u regulisanju, sprovođenju i propisivanju pravila ponašanja koja su obavezujuća za sve druge učesnike na tržištu novca. Ona samostalno donosi odluke vezane za: 1) obim ponude izražene u povećanju ili smanjenju novčanih kontigenata; 2) obim tražnje izražen u povećanju ili smanjenju obaveza rezerve; 3) obim javnog duga izražen u prodaji ili kupovini hartija od vrednosti, može se zaključiti da je centralna banka praktično osnivač, organizator, regulator i kontrolor ukupnih poslovnih događanja i radnji koje se dešavaju na tržištu novca. Promene diskontne i eskontne stope, rediskontnog kontigenta, stope obavezne rezerve, obima i uslova kredita i druge aktivnosti centralne banke imaju direktan i neposredan odraz na promene na tržištu novca, koje se prate i analiziraju od strane svih ekonomskih subjekata.[36]

2. POSLOVNO BANKARSTVO I FINANSIJSKO TRŽIŠTE

Poslovna banka je drugi tip učesnika na tržištu novca i može se javiti u dvostrakom odnosu. U prvom slučaju ona može imati odnos sa centralnom bankom, a u drugom slučaju ona može imati poslovni odnos sa drugim učesnicima na tržištu novca. Za sticanje svojstva učesnika na tržištu novca poslovna banka mora ispunajvati određene preduslove i to: 1) banka mora imati svoj žiro-račun, čije stanje svakog momenta mora biti poznato centralnoj banci, 2) banka neposredno mora biti u poslovnom odnosu sa centralnom bankom, 3) banka mora biti samostalna finansijska institucija osnovana po zakonu o bankama i imati svojstvo pravnog lica, 4) mora imati poseban organizacioni deo (službu, tehnički i kadrovski osposobljenu za obaljanje poslova na tržištu novca. Poslovna banka ukoliko obalja poslove za nekog od neučesnika, mora te poslove sa drugim učesnikom obavljati samo u svoje ime, zavoj račun i uz svoju odgovornost i rizik.[37]

[36] Dr Života Ristić: Tržište novca - teorija i praksa, Beograd, str. 29-30.
[37] Ibid. str. 30-37.

Banke i druge bankarske organizacije koje su dominantne u odnosu na druge posredničke učesnike. One se na tržištu kapitala mogu javiti u ulozi investitora, korisnika, komisionara i čistog posrednika.[38]

U razvijenim zemljama tržišne privrede banke imaju dominantno mesto i ulogu ne samo na tržištu novca, već upravo i na tržištu kapitala. U okvira ovih banaka može se izvršiti podela kriterijuma načina organizovanja banaka i njihove uloge.

1) DEPOZITNE (KOMERCIJALNE BANKE)

Osnovna karakteristika depozitnih banaka jeste struktura bilansne pasive koja je svojim najvećim delom kratkoročnog karaktera. Ova osobina je od izuzetne važnosti, s obzirom na to da je obeležje kapitala vezano za njegovu dugoročnost. Uprkos tome, depozitne banke se ipak javljaju na tržištu kapitala i to često sa značajnom ulogom. Ta uloga depozitne banke znači njena sposobnost da realizuje svoje konverzione funkcije, tj. izvrši transformaciju novca u kapital.

Zbog ovakve njihove uloge je međutim u prošlosti dolazilo do velikih kriza i lomova kod banaka i na finansijskom tržištu. To je jedan od razloga što su sve zemlje sveta rad ovih banaka stavile pod posebnu kontrolu centralne banke (monitoring i prudendenciona kontrola).

Ova regulativa se odnosi upravo na prerađivačku funkciju depozitne banke iz čega su proizašle obaveze kao npr: obaveza o posebnom bilansnom prikazivanju štednje i depozita po ročnoj strukturi i plasmanima iz ovih izvora isto po ročnoj strukturi; obaveza o pridržavanju koeficijenta plasmana prema strukturi izvora sredstava (kapitala).

2) INVESTICIONE BANKE

Investicione banke su najsnažnije i najmoćnije učesnice na tržištu kapitala svake zemlje. Pasivu ovih banaka najvećim delom čini kapital uz takođe značajno učešće vlastitog kaptiala.

Ove banke nemaju tako razgranatu mrežu filijala kao depozitne banke zbog čega i imaju manje značajnu ulogu na području emisije i plasmana efekata na tržištu kapitala. To proizilazi iz činjenice da one poseduju značajan obim sopstvenog kapitala i veliki broj stručnjaka i eksperata za transakcije na primarnom tržištu kapitala.

Odobravanjem kredita i ulaganjem u razvoj privrede ove banke, u osnovi, vrše iz akumulacije ili štednje, za razliku od kratkoročnih kredita iz depozitnog novca, vrši kreiranje nove kupovine snage (novčane mase), dok kroz dugoročno kreditiranje iz već stvorene akumulacije - vrši samo preraspodelu tih sredstava, ona utiče neposredno na novčanu masu i kupovnu snagu u privredi.

[38] Dr Života Ristić: Tržište kapitala, teorija i praksa, Beograd, 1990. str. 100-104.

3) HIPOTEKARNE BANKE

Hipotekarne banke imaju najbolju usaglašenost ročne strukture izvora i plasmana pa su zbog toga važan učesnik na tržištu kapitala. One se na tržištu kapitala javljaju u ulozi investitora, korisnika, komisionara i čistog posrednika.

Od ostalih banaka se hipotekarne banke razlikuju po tome što su njeni najveći ukupni plasmani pokriveni hipotekom na nekretnine i što je celina ili najveći deo tih plasmana i refinansiran emisijom založnica.

4) UNIVERZALNE BANKE

Univerzalne banke su nastale kao rezultat ispoljenih negativnih pojava kod banka klasičnog tipa, tj. kao rezultat problema u radu depozitnih i investicionih banaka. Danas su one najzastupljenije u bankarskom sektora, zahvaljujući činjenici da one maksimalno koriste sve prednosti depozitnih i investicionih banaka.

Univerzalna banka predstavlja takvu banku koja obavlja, kako kratkoročne, tako i dugoročne poslove, ali i druge oblike bankarskih poslova. To je tip mešavine komercijalne i investicione banke. Ovaj tip banke, zbog elastičnijeg vođenja poslovne politike i lakšeg prilagođavanja konjukturnim promenama, sve više dobija na značaju. Najveći broj banaka u SAD, Japanu, Nemačkoj i nekim drugim razvijenim zemljama je univerzalnog tipa. To je posledica sve jačeg sraščivanja industrijskog i bankarskog monopola, ali i činjenice da preduzeća na jednom mestu nalaze sve oblike kredita i zadovoljavanje drugih potreba. Takva banka osigurava sebi kontrolu nad celokupnom finansijskim poslovanjem svog komitenta.

Osnova aktivnosti poslovnih banka usmerena je na osnovanje i finansiranje industrijskih preduzeća, kupovinu i prodaju vrednosnih papira, posredovanje kod sklapanja državnih zajmova i sve finansijske transakcije za koje je potreban ogroman kapital.

GLAVA DRUGA

NEBANKARSKI FINANSIJSKI INTERMEDIJERI

U literaturi se nebankarske finansijske organizacije klasifikuju prema vrstama izvora i prema vrstama funkcija, i to u vidu sledećih pet grupa institucija: depozitne finansijske organizacije, institucije za ugovornu štednju, institucione finansijske organizacije, finansijske kompanije i mešovite finansije organizacije. Tip depozitnih finansijskih organizacija ima izvore formiranja finansijskog potencijala prilično slične izvorima poslovnih banaka. U ovu grupu spadaju mešovite štedne banke, štedno-kreditna udruženja i kreditne unije. U institucije koje organizuju ugovornu (dugoročnu) štednju spadaju osiguravajuće organizacije i penzioni fondovi. Tip investicionih finansijskih organizacija formira svoj potencijal na osnovu izdavanja i/ili transfera dugoročnih vrednosnih hartija ("stocks and bonds") i uključuje: mešovite fondove, investicione kompanije ("closed-end"), lične i zajedničke starateljske fondove ("turst funds") i starateljske kompanije. Izvori sredstava finansijskih kompanija sastoje se iz komercijalnih papira, bankarskih kredita i akcija. Na kraju, mešovite finansijske organizacije uključuju: državne i poludržavne kreditne agencije za finansiranje i osiguranje specijalnih trgovinskih i investicionih angažmana, investicione i brokerske kuće za pospešivanje finansijskih investicija i razne minijaturne organizacije kao što su zalagaonice.[39]

U strukturi štedionica dominiraju:

1. Zajedničke štedne banke;
2. Štedno kreditna udruženja i
3. Kreditne unije.

"Zajedničke ili mešovite štedne banke ("mutual savings banks") spadaju i depozitne nebankarske finansijske organizacije, koje u osnovi imaju kooperativni karakter i glavni zadatak pospešivanje i mobilizacija atomizirane štednje u društvu. Ovim finansijskim organizacijama upravljaju štediše i depozitari, iako oni nisu formalni vlasnici i ne postoji institut akcionarstva. Ostvareni neto prihoda se prema određenim ključevima raspodeljuju štedišama i depozitarima. Otuda su ovo neprofitne finansijske institucije za razvoj i unapređenje štednje najsitnijih depozitara. Osnivane su i funkcionisale sa specijalnim statusom koji ne podleže uslovima formiranja i delovanja banaka...Zajedničke štedne banke ne mogu izdavati vrednosne hartije i tako obezbeđivati dugoročne izvore finansijskih sredstava. Takođe, po pravilu ne mogu koristiti kredite i druge pozajmice kao što je to slučaj sa bankama i nekim drugim finansijskim institucijama. Za ove institucije važe

[39] Dr S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990. str. 72-73.

dosta restriktivni uslovi privlačenja dopunskih finansijskih fondova, što je donekle kompenzovano liberalizacijom državne regulacije i obezbeđivanjem ugovaranja većih kamatnih stopa na depozite u odnosu na bankarske kamate... Formirana finansijska sredstva se najvećim delom usmeravaju za finansiranje stambene izgradnje, potrošačkih kredita i kupovinu državnih i privrednih obveznica. U SAD oko 2/3 plasmana se usmerava u vidu stambenih kredita ("mortgage loans"), dok se ostali deo plasira na tržištu kapitala, potrošačke kredite i ostale restrikcije kao u slučaju formiranja fondova. Generalno važi princip obezbeđivanja sigurnosti poslovanja a ne profitabilnosti. Usled toga, ove institucije odobravaju stambene kredite po nižim ili preferencijalnim kamatnim stopama, u odnosu na tržište, što je povezano sa nižim stopama oporezivanja" odnosno obezbeđivanje poreskih koncesija ovim ustanovama, ali i sa osnovnom strategijom formiranja niske stope prihoda i visokog stepena stabilnosti depozita.[40]

Štedna i kreditna udruženja (Saving and loan Associations) formiraju se pak u vidu akcionarnih ili mešotvitih (zajedničkih) finansijskih organizacija. Pri tome jasno su "razgraničene grupe štediša u odnosu na grupaciju korisnika kredita, a upravljačka struktura je vezana za stope uloženih depozita ili fondova. Institucije su članice odgovarajućih osiguravajućih organizacija za osiguranje i obezbeđenje sigurnosti depozita. Sredstva ovih institucija su inače stabilna budući da je najveći deo uloženih depozita srednjoročnog i dugoročnog karaktera. Zbog svog legalnog statusa institucije raspodeljuju depozitarima i ulagačima dividende umesto kamatnih prinosa, iako za subjekte ova terminološka distinkcija nema važnosti. Izvori sredstava ovih institucija sastoje se uglavnom iz dugoročnih i štednih depozita, koja se formiraju na osnovu specijalnih metoda atraktivnog apsorbovanja viškova štednje u društvu. Konkurentnost u odnosu na banke i ostale finansijske organizacije postiže se preko većih i varijabilnijih kamatnih stopa i putem korišćenja šire strukture oročavanja depozita. Na ovaj način se mogu postići bolji odnosi između kamatonosnosti i likvidnosti štednje subjekta, što je bitno za formiranje stabilnijih i većih stopa rasta depozita. Svoj finansijski potencijal institucije mogu da povećaju i preko pozajmica kod specijalnih finansijskih i bankarskih organizacija, uz plaćanje tržišnih kamatnih stopa. Organizacije akcionarskog tipa mogu da izdaju i plasiranje dugoročne hartije kao dopunski izvot formiranja svojih finansijsih izvora. U najnovije vreme metodi povećanog apsorbovanja štednje ostvaraju se preko uvođenja kamate na neoročene depozite, terminala za automatizovani transfer depozita i sve prisutnijeg pristupa na tržištu kapitala. Ubedljivo najveća proporcija plasmana otpada na stambene kredite, na koje institucije u SAD usmeravaju 4/5 svojih ukupnih portfelja odnosno plasmana. "Sa povećanim prilivom sredstava kod ovih finansijskih organizacija povećava se i obim prasiranih stambenih kredita i oživljava ukupno tržište gradnje i finansiranja stambene privrede. Na ovaj način se tradicionalno održava njihova prevashodna funkcija funkcija privlačenja lokalnih izvora štednje za finansiranje lokalne stambene privrede, iako se u novije vreme ide na politiku bolje disperzije plasmana u namenskom i širem regionalnom smislu. To se delimično postiže preko zahteva da se drže povećane likvidne rezerve u obliku vrednostnih papira.[41]

[40] Ibidem, str. 74-75
[41] Ibidem, str. 75-76

Kreditne unije, isto tako, pripadaju strukturi depozitnih nebankarskih finansijskih organizacija koje se bave mobilizacijom i koncentracijom disperzione štednje. "To su starateljske, kooperativne i neprofitne finansijske organizacije, čiji su članovi najčešće iz kruga istovrsnih profesija, zanimanja ili teritorija. U odnosu na prethodne dve, ova vrsta finansijskih organizacija je novijeg datuma, manjeg obima i znatno veće brojnosti. Članovi biraju svoje organe upravljanja i rukovođenja. Supervizorstvo nad njihovim poslovanjem može biti lokalnog, regionalnog ili nacionalnog karaktera, u zavisnosti od veličine i udruženosti ovih organizacija. Kreditne unije mogu da se udružuju u specijalne vrste asocijacija, koje obezbeđuju informativne, savetodavne i finansijske usluge. Depoziti mogu biti osigurani kod posebnih vrsta osiguravajućih finansijskih organizacija. Kreditne unije posluju po prinipima samofinansiranja i volonterskog angažovanja članova, usled čega su operativni troškovi vrlo niski. Nema garantovanih dividendi ili prihoda članovima. Kreditne unije mogu pozajmiljivati sredstva kod drugih organizacija, ali samo do 50% svog kapitala. Uživaju veće poreske povlastice nego prethodne depozitne finansijske organizacije. Na depozite se ugovoraju fiksne kamatne stope koje su uglavnom iznad tržišnih kamata, što je bio važan razlog za povećani rast štednje. Članovi kreditnih unija po pravilu su iz krugova sa relativno nižim dohocima i sa slabijom orijentacijom na tržišne mehanizme i instrumente ulaganja svoje ušteđevine...U strukturi plasmana dominiraju potrošački, a ne stambeni, krediti, pošto ove organizacije ne mogu odobravati kredite sa rokovima dospelosti iznad deset godina. U suštini ove finansijske organizacije nastoje da izmire dva nekonzistentna cilja: da privlače depozite i štednju preko većih kamatnih stopa a da odobravaju kredite uz relativno niže kamatne stope. Posebna teškoća proističe iz činjenice da potrošački krediti srazmerno nose najveće troškove, zbog odnosa između manjeg obima kredita i fiksnih (operativnih) troškova kreditiranja.[42]

Osiguravajuća društva, kao i tzv. penzioni fondovi, sistematizuju se u okviru grupacije institucija za razvoj ugovorne štednje." Postoje osiguravajuće organizacije za osiguranje života i organizacije za osiguranje imovine. Zajedničke karakteristike su u stalnom i stabilnom prilivu sredstava u vidu uplata premija osiguranja, na osnovu čega se formiraju veoma stabilni iznosi sredstava za finansiranje osnovne namene. Sredstva su dugoročnog karaktera, sa dugogodišnjoim periodima dospelosti, na osnovu čega ove institucije mogu slobodna sredstva da plasiraju u različite oblike investicionih ulaganja. Na ovaj način ostvaruje se zadovoljavajući novo prihoda koji se koriste za isplaćivanje ugovorenih obaveza. Po pravilu ove institucije treba da ostvaraju predvidive i niske stope prinosa izvora i plasmana, što daje određenu dozu stabilnog poslovanja...

Organizacije za osiguranje života garantuju u okviru politike osiguranja samo niske stope prinosa ili prihoda za korisnike, usled čega mogu da ulažu svoje slobodne fondove takođe u plasmane sa niskim stopama prinosa i sa visokim stepenom stabilnosti. Takođe, kod ovih organizacija se ne postavlja pitanje likvidnosti, usled čega se fondovi plasiraju kao dugoročna aktiva. To su državne obveznice, obveznice preduzeća, stambeni krediti. Plasmani nose relativno niže kamatne stope i mogu se koristiti čak i u uslovima opšte restrikcije kreditne aktivnosti u finansijskom

[42] Ibidem, str. 76-77

sistemu. Trajnije prisustvo inflacije ozbiljno smanjuje trendove rasta štednje kod ovih institucija. Pojačana konkurencija ostalih institucija i varijabilna kamatna stopa na finansijskom tržištu smanjuje značaj ovih finansijskih organizacija. Međutim, povećanje socijalne sigurnosti povoljno utiče na njihov razvoj. Institucije za osiguranje imovine nemaju stabilni i predvidljiv priliv sredstava, kao što je to slučaj kod organizacija za osiguranje života. Na primer, u uslovima inflacije povećava se priliv sredstva da bi se u periodima stabilnosti smanjivao dotok sredstava. Ove organizacije zahtevaju održavanje većeg stepena likvidnosti i većeg stepena prinosa na svoje plasmane. Zbog, toga, plasmani se račvaju na likvidnosne plasmane u državne hartije i na akcije preduzeća koje nose veći prinos. Najveći broj ovih akcija pripada akcionarskim institucijama. Zbog toga što dobar deo fondova plasiranja u akcije, formiraju varijabilni prihod u zavisnosti od kretanja cena hartije. Kad tržišna vrednost hartije raste smanjuje se stopa prinosa i obrnuto.[43] Investicione finansijske organizacije, konačno kompaniju strukturu nebankarskih finansijskih organizacija, koje deluju u pravcu kreiranja i transfera različitih hartija, informacija i garancija u oblasti tržišta kapitala i ulaganja finansijske štednje. Ove investicione finansijske institucije, kao što su investicione kompanije, finansijske kompanije, starateljski fondovi i ostale finansijske organizacije, putem mobilizatorskih, informacionih i katalizatorskih mehanizama potpomažu i podstiču standardno funkcionisanje tržišta kapitala.

Investicione kompanije se međutim, "bave prodajom udela novčanim investitorima i ulaganjem finansijskih sredstva u akcije i /ili obveznice.

Pružajući pomoć sitnim štedišama da postižu najbolji plasman svojih sredstava i omogućavaju da se tek krupnija finansijska sredstva prelivaju u povećanje kapitala privrednih organizacija. Tri četvrtine plasmana ovih finansijskih organizacija odlaze u formiranje kapitala preduzeća, dok ostalo odlazi za formiranje tekućih i oročenih depozita, državne hartije, stambene zajmove, ostale kredite i druge plasmane. Primarna funkcija ovih organizacija jeste ulaganje finansijskih resursa na osnovu brižljivog praćenja tržišnih uslova i kriterijuma. Osnovni potencijal formira se na osnovu izdavanja i transfera hartija od vrednosti. Formirani dohodak se ne oporezuje ukoliko se organizacije pridržavaju principa poslovanja i ako 90% dohotka raspoređuju na svoje participante. Postoje četiri vrste ovih organizacija: investicione kompanije sa fiksnim fondovima, investicione kompanije zatvorenog tipa, kompanije otvorenog tipa i investiciono starateljstvo u oblasti realne imovine. Prve tri finansijske organizacije kupuju akcije i obveznice na osnovu fondova uloženih od strane novčanih investitora (krajnjih štediša), dok četvrta organizacija plasira mobilizovane fondove u realnu imovinu. Investicione kompanije sa fiksnim fondovima su znatno smanjile svoje učešće na tržištu kapitala u poslednjim decenijama, usled rigidnosti u poslovanju, fiksiranih rokova dospelosti plasmana, nemogućnosti retransfera holdinga i sl. Investicione kompanije zatvorenog tipa ("Closed-end investment companies") posluje kao prave poslovne korporacije, koje najčešće realizuju hartije zajedničkog kapitala. Investicione kompanije otvorenog tipa izdaju samo jedan oblik hartije u vidu vlasničkih udela, koje realizuju po tekućim vrednostima plus troškovi transfera. Investicione starateljske organizacije

[43] Ibidem, str. 77-78

("real estate investment trusts") ulažu svoje fondove u finansiranje stambenih i građanskih kredita, dok su u pogledu mobilizovanja sredstava ne razlikuju od prethodnih finansijskih organizacija.

Finansijske kompanije obuhvataju tri tipa specijalizovanih nebankarskih finansijskih organizacija :

1. Za finansiranje prometa trajnih dobara;
2. Za finansiranje potrošnje i
3. Za odobravanje specijalnih zajmova.

Organizacija za finansiranje prodaje trajnih dobara u prvom redu finansijski potpomažu kupovinu automobila i drugih trajnih dobara na osnovu formiranja posebnih programa otplata korišćenih zajmova. Kompanije za finansiranje potrošačkih rashoda odobravaju specijalizovane i sitne kredite potrošačima u cilju premošćavanja gepa između tekućih dohodaka i tekuće potrošnje. Treći tip finansijskih kompanija odobrava specijalizovane zajmove privrednim preduzećima koja nisu imala dovoljan stepen kreditne sposobnosti za dobijanje bankarskih kredita. Praksa ovih finansijskih organizacija pokazuje specifičnu strukturu izvora i kapitala, koja se znatno razlikuje u odnosu na ostale finansijske organizacije. Osnivački kapital čini trećinu ukupnih fondova. Dodajni finansijski potencijal formiraju na osnovu mobilizacije sredstava na tržištu novca i kapitala, korišćenja bankarskih kredita, izdavanje kratkoročnih vrednosnih papira i sl. Osiguravajuće organizacije i banke uglavnom plasiraju viškove slobodnih finansijskih sredstava u kupovinu kratkoročnih vrednosnih hartija finansijskih kompanija, u cilju držanja finansijskih portfelja visoke sigurnosti i likvidnosti. Svojom aktivnošću finansijske kompanije povezuju tržište novca i kapitala i pomažu procese usklađivanja kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa. Ona pomažu normalno poslovanje maloprodajne trgovinske mreže putem obezbeđivanja potrošačkih kredita i kratkoročnih poslovnih kredita malim preduzećima.

Starateljski fondovi su specifične institucije kojima poslovno upravljaju posebna starateljska odeljenja poslovnih banaka, sa ciljem da se formirana finansijska štednja plasira na siguran i efikasan način.

GLAVA TREĆA

KLASIFIKACIJA HARTIJA OD VREDNOSTI

U elementarnoj klasifikaciji hartija od vrednosti poznata je njihova sistematizacija na kredite hartije od vrednosti i na transferabilne hartije od vrednosti. "Kreditne hartije od vrednosti dele se u dve grupe: netransferabilne ("non - negotianble") i transferabilne ("negotiable"). Prva uhartija je manje značajna i odnosi se na uspostavljanje bilaterarnih kreditnih odnosa po osnovama kupoprodaje, na primer robe i usluga. Reprezentativna kreditna hartija iz takvog poslovnog odnosa može se u toku perioda dospevanja preneti na drugog poslovnog subjekta, kod čega je transakcija pokrivena regulativnim odredbama ugovora u kupoprodaji. Osnovni uslovi ugovora diktiraju i uslove bilateralne kreditne transakcije. Transferibilni kreeditni instrumenti predstavljaju bezuslovne i otuda univerzalne kreditne hartije, na osnovu kojih debitori prihvataju apsolutnu obavezu plaćanja duga u ugovorenom roku. Imaoci hartija na legalnoj osnovi zadržavaju prava bezuslovne naplate punog iznosa kreditnog potraživanja. Univerzalnost, tržišna transferibilnost i bezuslovnost su obezbedili ovim hartijama najširu ulogu na finansijskim tržištima razvijenijih zemalja."[44]

U strukturi transferibilnih hartija od vrednosti, koje kreiraju državni i privatni sektori, prepoznatljive su (1) hartije državne blagajne (hartija ili bilans sa dospećem do godine dana, hartije ili notes sa dospećem od 1-10 godina i obveznice ili bonds sa dospećem od preko 5 godina), (2) hartije federalne države (obveznice i certifikati), (3) hartije državnih jedinica (serijalne obveznice i dugoročne obveznice) i (4) hartije preduzeća (komercionalni papiri i obveznice preduzeća).

Blagajničke menice ("treasury bills") predstavljaju kratkoročne papire državnog trezora sa najvišim stepenom garantovanja i minimalnim donjim iznosima nominalne vrednosti (SAD : 10.000 dolara). Ne nose eksplicitnu kamatu, nego se kamatni prinos formira na bazi diskontne prodaje hartija. Blagajničke hartije se realizuju po nižim cenama u odnosu na nominalnu vrednost. Tako se hartije sa nominalnim vrednostima od 10.000 dolara i dospećem od 12 meseci prodaju po ceni od 9.000 dolara, na osnovu čega razlika od 1.000 dolara predstavlja kamatni prinos...

Blagajničke note ("treasury notes") poseduju eksplicitno naznačenu kamatu odnosno kamatni kupon. Kamata predstavlja ugovorni element hartija, i plaća se najčešće polugodišnje. Izdaju se u čekovnoj i registarskoj formi kada se kod izdavača beleži ime i adresa kupca. Kod svake prodaje hartija beleže se osnovni

[44] Dr S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd, 1990. str. 440.

podaci aktuelnog vlasnika. Minimalna vrednost jedinične hartije u SAD je 1000 dolara. Dok su blagajničke menice isključivo instrumenti novčanog tržišta, dotle blagajničke note pripadaju tržištu kapitala.

Blagajničke obveznice izdaju se najčešće sa rokovima dospeća od 5 godina i služe kao instrument dugoročnog kreditiranja države. Imaju ugovorenu kamatnu stopu i polugodišnje plaćanje kamatnih obaveza. U nekim zemljama je limitirana gornja granica kamatne stope. Jedinična vrednost hartija ("par values") u SAD je 500 dolara. Obveznice poseduju klauzulu otkupljivosti ("callable") koja označava pravo državne blagajne da u određenim momentima zatraže otkup izdatih hartija po vrednostima koje su nominalno naznačene.

Hartije državnih agencija predstavljaju specijalne tipove obveznica posebnih finansijskih-državnih ili poludržavnih institucija, za koje garantuje obično država i kod kojih se eksplicitno ugovara kamatna obaveza. Državne agencije u ugovorenim rokovima plaćaju kamatne obaveze i isplaćuju osnovu vrednost hartija njihovim vlasnicima. Izdavaoci ovih obveznica mogu biti finansijske ustanove za kreditiranje izvoza, stambene izgradnje, poljoprivrede, i sl.

Hartije državnih i lokalnih administrativnih jedinica predstavljaju vrste povlašćenih obveznica, pošto su kamatni prinosi oslobođeni oporezivanja. Mogu biti izdavane u standardnoj i serijalnoj formi. Kada se izdaju u drugoj formi tada se serije projektuju u godišnjim intervalima, prva serija dospeva nakon godinu dana, druga nakon dve godine itd. Ove hartije se izdaju u aranžmanima sa specijalnim finansijskim organizacijama, investicionim i komercijalnim bankama koje realizuju hartije na tržištu.

Komercijalni papiri spadaju u kratkoročne i neosigurane vrednosne hartije koje izdaju banke, finansijske kompanije i preduzeća. Rokovi dospeća su do 279 dana, a iznosi denominacije u SAD 1000 i više dolara. Mogu biti i iznad navedenog roka dospeća, ali uz posebnu registarciju i dodatne troškove nadzora nadležnih institucija. Prvoklasne komercijalne papire izdaju preduzeća i finansijske kompanije sa prvorazrednim poslovnim preformansama. Banke izdaju u prvom redu depozitne certifikate (CDs), koji po obimu i zastupljenosti na finansijskom tržištu dolaze na drugo mesto iza blagajničkih menica ("T bills"). Svi kratkoročni komercijalni papiri su perfektno utživi, supstitubilni i sa vrlo sličnim stopama prinosa. Investitori odnosno vlasnici (kupci) hartija su privučeni atraktivnošću, sigurnošću i likvidnošću ovih instrumenata...

Obveznice preduzeća su dugoročne hartije sa dospećem iznad godine dana i sa visokim stepenom transferibilnosti na sekundarnom tržištu kapitala. Reč je kapitalnim hartijama od vrednosti na bazi kojih preduzeća mobilišu kvalitetne akumulativne resurse za finansiranje razvojnih programa i projekata. Kamatne obaveze treba da se isplaćuju na bazi očekivanog obima dobiti ili profita, usled čega finansirani projekti imaju dugoročni ekonomski vek. Ako je reč o obveznicama i projektima državnih jedinica, tada se kamatne obaveze plaćaju iz poreskih prihoda. Obveznice preduzeća se izdaju u denominacijama od 1000 dolara, ali se, najčešće prodaju u blokovima od 100.000 dolara. Primarna prodaja obveznica preduzeća najčešće ide preko specijalnih investicionih ili poslovnih banka, kada se govori o javnoj ponudi i prodaji hartija. Javna ponuda hartija mora biti registrovana i

kontrolisana od strane nadležnih državnih institucija. Krupni apsorber obveznica su penzioni fondovi, osiguravajuće ustanove, banke i stanovništvo...

Deonice (akcije) predstavljaju vlasničke hartije od vrednosti, za razliku od obveznica koje su dužničke hartije. Prve se pojavljuju na tržištu akcija ("stock market"), dok se kupoprodaja drugih obavlja na tržištu obveznica ("bond market"). Oba tržišta su sastavni delovi tržišta kapitala sa specifičnim karakteristikama. Deonice su svojinska prava o učešćima u kapitalu akcionarskih preduzeća i u raspodeli neto prinosa ili preduzeća. Kapital akcionarskih preduzeća predstavlja vlastita sredstva, odnosno samo deo ukupne aktive, koje je po obimu iznad formiranih obaveza (pasive). Akcije reprezentuju trajna investiciona ulaganja štediše u određena preduzeća, omogućavaju formiranje dugoročnih resursa u preduzećima i istovremeno putem transfera na sekundarnom tržištu kapitala obezbeđuju likvidnost vlasnicima hartija. Sa aspekata individualnih investitora akcije su prilično rizične hartije od vrednosti, buduće da obezbeđuju samo uslovna prava u raspodeli neto dobiti i eventualno aktive preduzeća, ovo zbog toga, što se hartijama instalirana prava ostvaraju samo ako je formirano neto dobit i/ili u uslovima rasformiranja preduzeća akcionari mogu računati na deo aktive samo ukoliko preostane imovine nakon podmirenja prečih obaveza...

Dok obveznice pružaju vlasnicima bezuslovna prava na fiksni prinos i povraćaja uloženih sredstava sa dospećem, dotle akcije obezbeđuju rezidualna prava na prinos i imovinu. Prema gvozdenim zakonima pravnih i tržišnih sistema drugi imaju prioritet u redosledu plaćanja u odnosu na obaveze prema akcionarima. Osnovna motivacija za ulaganje investitora u kupovinu akcija jeste u mogućnostima raspodele povećanog obima dobiti u uslovima rasta profitabilnosti preduzeća i/ili sticanja većeg obima aktive u uslovima dobrih performansi preduzeća. U uslovima visoke stopen rentabiliteta deoničari stiču povećane prinose a u uslovima rasta cena akcija povećane obima aktive. Kod obveznica ne postoje takve mogućnosti usled fiksnih uslova plaćanja kamatnih i finansijskih obaveza preduzeća...

Deonice nose znatno veće margine razlika u odnosu na obveznice investitora. Postoji dvostruki rizik deonica: rizik ne plaćanja dividendi (prinosa) i kapitalni rizik. Prvi oblik rizika postoji u uslovima nepredviđenog smanjivanja dividendnih stopa ili usled bankrotstva preduzeća. Iskustva pokazuju da je veoma teško procenjivati linije kretanja prinosa investitora, usled čega je dividendni rizik veoma ozbiljan, a akcije znatno rizičnije hartije od vrednosti u odnosu na obveznice. Vlada pravilo da su kupci akcija kategorije rizičnih investitora. Kapitalni rizik nastaje u uslovima rapidnog opadanja cena akcija i/ili u uslovima gubitaka kapitala u procesu likvidacije akcionarskog preduzeća.

Akcionarski mehanizmi finansiranja i investiranja omogućavaju suptilno povezivanje rada i kapitala, podelu vlasništva imovine preduzeća na mnoštvo subjekata i egzaktno vezivanje rizika za obim uloženih sredstava. Veći obim uloženih sredstava nosi veći rizik, ali veći nivo prinosa u uslovima zadovoljavajuće rentabilnosti preduzeća. Ostvaruje se suptilna difuzija vlasništva rizika i participacije u prinosima preduzeća. Institucionalizuje se obrazac ograničenog obima obaveza svakog deoničara i olakšano apsorbovanje gubitaka u uslovima likvidacije korporacijskog preduzeća. Najširi krugovi štediša mogu postati

deoničari i investitori, koji ravnomerno učestvuju u deobi neto dobiti i u određenim oblicima akcionarstva u upravljanju preduzećem. Svako akcionarsko preduzeće je vlasništvo akcionarskog društva kao pravnog lica. U razvijenim zemljama postoji stalno odmeravanje prednosti i nedostatka (rizika) ulaganja u akcije i obveznice, neprekidno pospešivanje kompetitivnosti dva oblika tržišta kapitala i u novije vreme primetno konvergiranje dva osnovna instrumenta kapitalnog investiranja subjekata. Teorijska saznanja i stogodišnja iskustva razvijenih zemalja ukazuje na racionalnost i efikasnost tržišta akcija samo u uslovima dobro razvijenih tržišta bankarskih kredita i obveznica, institucionalnih investitora i izgrađenih nadzornih (kontrolnih) ustanova. Ovo je veoma važno iskustvo koje treba imati u vidu kod uvođenja određenih oblika akcionarstva u našoj privredi.[45]

[45] Ibidem, str. 441-445

GLAVA ČETVRTA

PRINOSI I CENE HARTIJA OD VREDNOSTI

Stopa prinosa obveznica se može iskazati na više načina: kao stopa kupona (coupon rate), kao tekući prinos i kao prinos prema dospeću. Prva stopa predstavlja prinos po jednoj denominovanoj obveznici ("par vaule"). Ako je vrednost denominovane obveznice 1.000 novčanih jedinica, ugovorena stopa prinosa 5%, tada će godišnji prinos holdera iznositi 50 novčanih jedinica. Tekući prinos se dobija deljenjem prinosa denominovane obveznice sa indeksom tržišnih cena. Egzaktni indikator prinosa obveznica dobija se na berzi koncepta dospeća. Prinos na berzi koncepata dospeća se smatra najboljim indikatorom prihvatljivosti investicija u hartije sa fiksnim prihodima. Prinos i cene obveznica su inverzne kategorije: kada su cene obveznica niže stopa prinosa će biti veća i obrnuto. Kada nastupi proces povećanja tržišnih kamatnih stopa uslediće pad cena obveznica, dok će smanjivanje tržišnih kamatnih stopa povećati cene obveznica. Osnovni rizik investiranja u obveznice nastaje usled divergentnog kretanja cena i kamata i nesigurnosti procene budućeg kretanja kamata na tržištu. Tipična obaveza sadrži tri bitna elementa: nominalnu vrednost ("face of par vaule"), rok dospeća ili otkup ("maturity of redemption date") i stopa prinosa denominovane obveznice ("coupon rate"). Izdavaoci obveznica (debitori) imaju obavezu plaćanja jednakih kamatnih iznosa i otkupa obveznice u roku dospeća. Za holdere je bitna totalna stopa prinosa, kao pokazatelj investicionog oportuniteta. Na finansijskom tržištu je bitna cena obveznica odnosno spremnost subjekta da plate određenu cenu jedne obveznice.

Međuzavisnost kretanja prinosa i cena obveznica može se ilustrovati sledećim primerom. Određeno preduzeće je izdalo obveznice sa nominalnom vrednošću od 1.000 novčanih jedinica, stopom prinosa od 10% godišnje i dospećem od dve godine. Godišnje kamatne obaveze preduzeća biće 100 novčanih jedinica, a finalno plaćanje jednako nominalnoj vrednosti obveznice. Ravnotežna tržišna cena obveznice dobija se metodom sadašnje vrednosti i korišćenjem tržišne kamatne stope (i), koja može odstupati od ugovorene stope prinosa obveznice u oba pravca. Ravnotežna cena tržišta biće određena sledećom relacijom:

$$PV\ B = 100/(1 + i) + 100/(1 + i)^2 + 1000/(1+ i)^2$$

Prva dva člana na desnoj strani relacije predstavljaju sadašnju vrednost prinosa a poslednji član sadašnju vrednost finalnog plaćanja otkupa obveznica. Pokazuje se da će u uslovima jednakosti tržišne i ugovorene (kuponske) kamatne stope sadašnja vrednost obveznice biti istovremeno sa nominalnom vrednošću (1000 novčanih jedinica). Tržišna cena obveznice biće ravna nominalnoj vrednosti i njena

realizacija biće "at par" ili "face value". Ako se formira tržišna kamatna stopa od 12%, sadašnja vrednost obveznice pašće na svega 966,20 novčanih jedinica, što će biti faktički tržišna cena odnosno "below par". Depresirana cena obveznice nastaće kao rezultat smanjenih prinosa investitora (holdera) usled većih tržišnih kamatnih stopa prema fiksnoj stopi prinosa kupona. Da bi se isplatilo investiranje u takve obveznice neophodno je smanjenje tržišne cene do nivoa koji ponovo izjednačava alternativne tržišne prinose...

Cene obveznica se najčešće izražavaju u procentima od nominalne vrednosti. Tako kada se navede uz obveznicu procenat od 95,55%, to će značiti da će obveznica sa nominalnom vrednošću od 1000 novčanih jedinica imati cenu od 955.50 novčanih jedinica. Kupovina takvih obveznica sa 100 procentnom vrednošću "par value" imaju tržišnu cenu ravnu nominalnoj vrednosti. Sve druge tržišne vrednosti obveznica daju različite prosečne stope prinosa u odnosu na nominalno utvrđene. Banke i ostali subjekti mogu koristiti specijalne tabelarne preglede povezanosti između cena i faktičkih stopa prinosa obveznica. Iz razlike između nominalne stope prinosa (naznačene na obveznici) i faktički stope prinosa sagledava se oportunost investiranja u ove hartije...

Generalna odlika prinosa od obveznica jeste da se mogu znatno razlikovati u odnosu na fiksirane uslove pri njihovom izdavanju. Realizacija efektivnih prinosa obveznica u tranzitnom periodu je sledeća:

$$RET=(C+P_{t+1}-P_t)/P_t$$

Gde je :

RET - prinos držanja obveznica u periodu od t do t +1
P_t - cena obveznica u periodu t
P_{t+1} - cena obveznica u periodu t +1
C - prinos kupona obveznice

Gornja relacija pokazuje oportunitet ulaganja u obveznice u tranzitnim periodima. T period t se kupuju a u periodu t +1 prodaju obveznice, na osnovu čega se sagledava ukupan efekat na prinose investitora. Gornja relacija se često prikazuje dualno; kao stopa tekućeg prinosa obveznice i kao stopa kapitalne dobiti. Stopa tekućeg prinosa dobija se na osnovu donosa prinosa kupona (C) prema ceni kupljene obveznice (Pt): Stopa kapitalne dobiti (gubitak) dobija se iz odnosa varijacija tržišnih prema inicijalnim cenama obveznica:

$$g = P_{t+1} – P_t/P_t$$

Usled toga se relacija RET može iskazati i na sledeći način:

$$RET = ic + g$$

Kod čega ic pokazuje stopu tekućeg prinosa ("current yield"), a g stopa kapitalne dobiti (gubitka). Ukupan prinos investicija u obveznice je determinisan odnosima fiksiranih i tržišnih kamata i fluktuacijama tržišnih prema nominalnim cenama obveznica. Na osnovu sagledavanja osetljivih relacija cena i prinosa obveznica zaključuje se da su ove varijabilne znatno više oscilatorne kod dugoročnih nego kod kratkoročnih obveznica. Prinos izjednačena sa inicijalnim može se

očekivati samo kod obveznica čije se dospeće izjednačava sa periodom držanja. Porast kamatnih stopa na tržištu obara cene obveznica i dovodi do gubitka kod investicija u obveznice sa dospećem iznad perioda držanja.[46]

Vrednost akcija preduzeća utvrđuje se po pravilu na osnovu prinosa koje akcije nose u formi dividendi, s tim što akcije nemaju rokove dospevanja i što se dividende isplaćuju samo u slučaju ostvarene dobiti. "Postoje tri osnovna oblika vrednosti akcija: a) nominalna, b) bilansna i c) tržišna ili kursna ("intrinsic value"). Nominalna vrednost je zakonom utvrđena ili pak na osnovu podele početnog akcionog kapitala na odgovarajući broj akcija. U Nemačkoj je zakonom određena najmanja vrednost od 50 maraka, dok se u anglosaksonskim zemljama nominalna vrednost utvrđuje podelom početnog kapitala. Bilansna vrednost se dobija na bazi dodavanja nominalnoj vrednosti akcija određene proporcije rezervnih fondova preduzeća. Većina akcionarskih preduzeća formiraju uz osnovni kapital i rezervne fondove: kad obim rezervnih fondova dostigne nivo osnovnog kapitala, tad je bilansna vrednost dvostruko veća od nominalne vrednosti akcija. Širi pristup uključuje ukupna sopstvena sredstva preduzeća (osnoni kapital + rezervni fond + neraspodeljeni profit + ostala sopstvena sredstva) i deli ih sa ukupnim brojem akcija da bi se dobila njihova bilansna vrednost.

Najvažnija je tržišna "odnosno kursna vrednost akcija, koja se dobija na bazi sadašnje vrednosti anticipiranih prinosa (dividendi). Ova vrednost se smatra fundamentalnom" odnosno unutrašnjom, jer ukazuje na razmere korisnosti akcija kao aktiva investitora. Aktiva koja ne nosi prinos nema tržišnu "odnosno unutrašnju vrednost. Kapital uložen u akcije koje ne donose prinos (dividendu) ne bi imao nikakvu tržišnu vrednost. Prema ovom konceptu ukazuje se na osnovu razliku između investitora i špekulanata. Investitori ulažu u aktive u cilju sticanja određenih koristi ili prinosa. Špekulanti ulažu u one aktive koje se mogu u kratkom roku prodati na tržištu u cilju dobiti (profita). Investitori ulažu u dugoročne aktive, dok špekulanti kupuju aktive sa izgledima na brze prodaje. Najveći broj akcionara je zainteresovan za visinu tekućih i anticipiranih prinosa, dok su cene manje relevantne. Međutim, kao i kod obveznica postoji inverzna povezanost između vrednosti (cene) akcije i stope prinosa (dividendi), usled čega je važno utvrditi funkcionalnu determinisanost cene akcija. Osnovna relacija koja pokazuje formiranje cena akcija je sledeća:

$$P = \frac{D^{+1}}{(1+r)} + \frac{D^{+2}}{(1+r)^2} + \ldots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D^{+i}}{(1+r)^i}$$

P - sadašnja cena deonice (akcije)
D+**1** - prinosi po deonici u anticipiranom t periodu
r - antisipirana stopa prinosa kapitala

Cena deonica sa definitivnim fiksnim prinosima biće određena odnosima između ponuđenih dividendi preduzeća i anticipirane ili željene stope prinosa investitora. Ako je ponuđeni iznos dividende po deonici 5 novčanih jedinica a anticipirana stopa prinosa investitora 10%, tada će cena deonice biti:

$$P = D/r = 5/0{,}10 = 50$$

[46] Ibidem, str. 447-450

Fundamentalna ili unutrašnja vrednost i tržišna cena akcija mogu biti identične ali i različite. Na dugi rok bi tržišne cene bile na nivou fundamentalnih, a na kratke rokove postoje oscilacije tržišnih cena usled delovanja mnogih tržišnih, finansijskih i psiholoških momenata. Tržište cena predstavlja tržišnu evaluaciju akcija, dok je fundamentalna određena evaluacijom samih investitora. Ovaj parametar je određen sledećim faktorima: likvidnošću, transakcionim troškovima, deobom, porezima, neplaćanjima i kamatnim rizicima uloženog kapitala investitora. Relativno veća zaštićenost dividendi u uslovima inflacije ima odgovarajući uticaj na formiranje cena akcija."[47]

Kotiranje (price quotation, price quote) jeste tržišno registrovanje deonica čiju najširu listu prezentiranja New York Stock Exchange. U pitanju su dve serije cena, i to: serija ponuđenih, odnosno traženih cena (bid - asked prices) i serija zaključenih cena (colsin prices). "Bid cene označavaju cene po kojima investitori mogu prodavati deonice a tražene cene su one po kojima one mogu kupiti deonice. Performansnost cena deonica meri se specijalnim indeksom. Najpoznatiji tržišni indikator persformansnosti cena jeste Dow Jones, koji daje indikatore cena za 30 najvećih korporacija SDA. Znatno reprezentativniji tržišni indikator institucije Standard and Poor's, pod nazivom index 500. Postoji i kompozitni indeks cena svih deonica na respektivnim berzama kapitala, koji daju zajednički najveće dve svetske institucije tržišta kapitala: NYSE (New York Stock Exchange) i ASM (American Stock Exchange Market). Evaluacija cena akcija od strane investitora baziraće se na: a) očekivanim prinosima deonica u bilo kome periodu posmatranja ; b) očekivanoj ceni na kraju relevantnog perioda; c) odgovarajućoj diskontnoj stopi, koja sintetizuje mreže stopa i prinosa na tržištu kapitala. Cene i prinosi akcija formiraće se u tesnoj korelaciji sa odgovorajućim cenama i prinosima na tržištu obveznica. Bitni institucionalni elemetni utiču na formiranje cena i prinosa deonica, kao što su mreže institucionalnih štediša i investitora, investicione banke, berze kapitala, nova tehnologija i sl. Određeni oticaj imaju i dugoročni trendovi formiranja cena deonica na tržištu, što se delom pretače u formiranje aktuelnih cena. Dugotrajni inflacioni ciklusi mogu povećavati cene deonica, koje u ovim uslovima postaju privlačnija aktiva u odnosu na obveznice. Drastična smanjena cena deonica mogu biti rezultat dubljih ekonomskih kriza i finansijskih potresa ili pak formiranje jakih špekulantskih operacija u uslovima najave mogućnih kriznih tendencija. Dugoročni trendovi formiranja cena su ipak znatno stabilniji i određeni u sledećim osnovnim faktorima: stopa rasta realnog društvenog proizvoda, stopa dobiti (profita) prema nominalnom društvenom proizvodu i stopa inflacije. Dugoročni trendovi formiranja cena deonica u tržišnim ekonomijama predstavljaju važne faktore i indikatore formiranja stopa inflacija, ekonomskog rasta i povećavanja realnog bogatstva" odnosno kapitala. Kao važni kratkoročni momenti formiranja cena deonica su kamatna stopa na finansijskom tržištu, nivo i stopa prinosa, efikasnost tržišnih institucija i poverenje investitora.

Diskontni vrednosni papiri se u pogledu formiranja cena i prinosa razlikuju u odnosu na finansijske instrumente tržišta kapitala (obveznice i deonice). U diskontne finansijske instrumente ubrajaju se pre svega državne kratkoročne hartije ("treasury

[47] Ibidem, str. 451-452.

bills") i robne menice preduzeća, sa osnovnim karakteristikama kratkih rokova dospeća, visokog stepena utrživosti i likvidnosti.Usled toga tržišne banke rado ulažu slobodna sredstva u portfelje ovih hartija, posebno u državne hartije koje nose zavidan stepen pouzdanosti i transferibilnosti. Državne hartije imaju rokove dospeća od 3-12 meseci, a privredne menice do 90 dana. Na sekudarnom finansijskom tržištu kruži u okvira razvijenih zemalja masivan obim dva tipa kratkoročnih hartija. U SAD u V.Britaniji dominiraju državne kratkoročne hartije (obveznice, računi), dok u zemljama kontinentalne Zapadne Evrope preovlađuju menice iz robnog prometa. Stope prinosa državnih vrednosnih hartija imaju centralno mesto u determinisanju trendova kamatnih stopa na novčanim tržištima, što se objašnjava pivoklasnim kvalitetom i kvantitativnim ponderom ovih papira. Cene ovih hartija formiraju se na tržištu tzv. umanjenoj osnovi, usled čega se i nazivaju diskontnim finansijskim instrumentima, a kamatni prinos je inplicitno izražen u razlici između niže kupovne cene i više otkupne cene o roku dospeća. Ukoliko banke (holderi) preprodaju diskontne vrednosne papire u okviru ugovorenog roka dospeća tada će se cena formirati između kupovne i otkupne (nominalne) cene u normalnim tržišnim uslovima. Svaka nova prodajna cena formiraće se i za prethodne tržišne cene, a smanjivaće se nivo kamatnog prinosa svakog novnog holdera. Tako će se formirati različita struktura cena i kamatnih prinosa na sekundarnom tržištu u skladu sa protekom dospeća, što će odrediti stope prinosa različitih holdera papira (investitora).

Cena i prinosi diskontnih vrednosnih hartija izračunavaju se na bazi sledećih varijabli:

V - vrednost na dan dospeća ("par value" ili nominalna)
n - broj dana do dospeća hartije
d - bazični diskontni prinos u procentnim poenima
D - diskontni iznos u novčanim jedinicama
P - tržišna cena
i - stopa prinosa holdera (investicioni prinos).

Nominalna vrednost se iskazuje kao apoenska vrednost svake hartije, a kod obračuna najčešće se koristi bazična vrednost brojkom 100 novčanih jedinica... Stopa prinosa holdera i kratkoročnih vrednosnih papira dobija se na bazi odnosno diskontnog iznosa i tržišne (kupovne) cene hartije. Stopa prinosa na portfelje vrednosnih hartija uvek je veća od bazične diskontne stope, što je rezultat niže tržišne cene u odnosu na vrednost hartija. Jednim delom je veća stopa prinosa u odnosu na diskontnu određena i uobičajenom praksom korišćenja godišnje osnovice od 365 dana... Na sekundarnom tržištu cene kratkoročnih hartija od vrednosti su pod uticajem odnosa između ponuda i potražnje, stepena organizovanosti tržišta, poslovnih motivacija posrednika (dilera), kompetitivnosti subjekata na tržištu i sl. Razlike izmedu ponuđenih ("bid") i traženih ("asked") cena naziva se maržom ("spread"), koja predstavlja bruto prinos trgovaca (dilera). Što veći stepen kompetitivnosti na tržištu i što su kraći rokovi hartija to je niža margina dobit na transakcijama. Na kratkoročnom tržištu SAD uobičajena je marginalna u cenama je 1/32% poena, dok se nivo margina na tržištu kapitala penje i do 1% ".[48]

[48] Ibidem, str. 453-455

GLAVA PETA

RIZIK HARTIJA OD VREDNOSTI

Ulaganja u hartije od vrednosti po definiciji podrazumevaju rizik kao merljivu verovatnoću ostvarivanja dobitka/gubitka u vrednosti od držanja hartija od vrednosti. U principu, rizik se javlja ili u vidu nesistematskog rizika (unsystematic risk), koji se minimizira divesifikacijom plasmana hartija od vrednosti ili u vidu tržišnog rizika (market risk), koji se ne može izbeći i posle diversifikacije plasmana. U tom kontekstu, pribegavanje formiranju portfolija predstavlja proces minimiziranja rizika difersifikacijom plasmana. Investitori obično kombinuju hartije od vrednosti u cilju formiranja diversifikovanog portfolia sa maksimalnim prinosom za dati nivo rizika. Beta koeficijent, u tom kontekstu, meri relativno otstupanje cena hartija od vrednost u odnosu na tržišni prosek i predstavlja relativnu meru osetljivosti prinosa aktiva na promene u prinosu tržišnog portfolia.

Za vlasnike hartija od vrednosti veoma je važno da se smanji rizik i da se ne smanji prinos. Redukcija stepena rizika svota se obalja pomoću poolinga i hedinga. Pooling (udruživanje) i hedging (pokrivanje) jesu sredstva za minimiziranje rizika. Investitori obično udružuju svoj rizik da bi osiguravajuće kompanije i investiment trasts-ovi pojedinačno snosili manji rizik. "Kombinacija hartija od vrednosti koju investitor ima u svom portfoliu, biće isplativa ukoliko ukupni rizik bude smanjen, tako da bude manji od prosečnog rizika hartija od kojih se sastoji. Ovaj metod umanjenja rizika investiranjem u različite hartije je diversifikacija i osnova je portfolio teorije.[49] Za razliku od poolinga, heging se odnosi na smanjenje rizika, koji se odnose na specifične vrste rizika (koji uključuju dve strane koje snose apsolutno suprotne rizike). Rizici (npr. promena deviznog kursa) se hedgizuju na tržiština, koja podrazumevaju postojanje špekulanata. Špekulanti na tržištu rizik hedguju i prevaljuju na investitore koji su spremni da prihvate rizik. To je uslovilo diversifikaciju instrumenata za redukciju rizika od promene deviznog kursa i kamatne stope, kao što su (1) spot ugovora, (2) terminski ugovor (forward contracts), (3) swaps, (4) futures i (5) options. Spot ugovor predstavljaju ugovor kojim se daje ili uzima kredit na ugovoreni iznos sa unapred ugovorenom kamatnom stopom i na fiksni rok (preko jedne godine). Terminske ugovore zaključuju ugovorne strane od promene kamatne stope, pošto se ugovara davanje, odnosno korišćenje kredita koje će početi da teče jednog fiksiranog budućeg dana sa fiksnom kamatnom stopom i sa ugovorenim rokom. Swop pak predstvalja sporazum dve strane da razmene cash flows u određenom roku. Kamatne stope su najčešći swap. Futures ugovori u

[49] Z. Stevanović, Rizik hartija od vrednosti, Berza 11/92, str. 22.

osnovi tangiraju izvršenje obaveza u budućnosti sa rizikom neispunjenja obaveza između stranaka. U suštini, fjučers ugovor predstavlja sporazum u kupovini (prodaji) standardizovanog iznosa, koji će se ostvariti fiksnog dana pod ugovorenim uslovima. Konačno, opcioni ugovor daje pravo ugovornoj strani da određenog dana u budućnosti kupi (proda) standardizovanu robu po ugovornoj ceni.

BERZANSKE OPCIJE. Opcija predstavlja ugovor između dve strane ona koja izdaje (ili prodaje) opciju i one koja tu istu opciju kupuje, u kome se utvrđuju obaveze prodavca.[50] Prodavac je obaveza da, ako to kupac, od njega zatraži proda (ili kupi onu finansijksu aktivu (ili robu) na koju se opcija odnosi, po unapred određenoj ceni, unapred određenoj količini i unapred određenom vremenskom intervalu.[51] Po praviliu, finansijska aktiva na koju se pišu opcije može biti struktuirana tako da uključuje akcije, dužničke hartije, futures (fjučersi), strana valuta i razni tržišni indeksi. U procesu realizacije opcije praktično ne dolazi do promene vlasništva nad aktivom na koju se opcija odnosi. Svoj profit kupac može realizovati prodajom opcije na sekundarnom tržištu po višoj ceni.

U teoriji i praksi, opcije se dele u zavisnosti od vremena realizacije i od preduzetih obaveza prodavca. Po prvom kriterijumu opcije se dele na evropske tradicije i na američki tip opcije. Evropski tip opcija mogu se realizovati samo na utvrđeni dan dospeća (isteka) opcije. Američki tipovi opcija mogu se pak realizovati bilo kog dana od dana isteka opcije.

Po drugom kriterijumu opcije se dele na call opcije i na put opcije. Call (kal) opcija predstavlja obavezu prodavca opcije da proda izvornu hartiju, odnosno da imalac (kupac) opcije ima pravo ako to želi da od prodavca opcija predstavlja obavezu prodavca da kupi izvornu hartiju, odnosno da kupac opcije ima pravo (ako to želi) da prodavcu opcije proda izvornu hartiju po unapred određenim uslovima. U aranžmanu call opcije kupac očekuje rast cena akcije, dok u aranžamanu put opcije kupac očekuje pad cena akcije. U ovim aranžmanima lice koje prodaje opciju zauzima u njoj tzv. kratku opciju (shart position), a lice koje kupuje opciju zauzima u njoj tzv drugu opciju (long position). "Što se tiče odnosa prinosa i rizika koji pri tom karakterišu dve strane u opcijskom ugovoru može se reći da kupac opcije preuzima malu verovatnoću za veliki dobitak po ceni velike verovatnoće za mali gubitak, a da prodavac opcije prihvata veliku verovatnoću malog dobitka, a da za uzvrat dobije malu verovatnoću velikog gubitka.[52]

Opcija je prema tome, hartija koja reprezentuje standardizovani ugovor sa sledećim elementima: (1) izvršna cena opcije (cena po kojoj se realizuje kupoprodajna transakcija), (2) vreme dospeća opcije (datum do koga važi opcija), (3) cena (ili premija) opcije (cena koju kupac opcije plaća prodavcu), (4) broj hartija na koje se opcijski ugovor odnosi (koji za opcije pisane na akciji iznosi 100 deonica) i (5) vrsta aktive na koju se odnosi.[53] "Za jednu akciju, po pravilu, postoji više opcija sa različitim izvršnim cenama. Skup svih opcija bilo put bilo call vezanih za jednu akciju naziva se klasa. Predviđeno je da interval za formiranje klase za akcije sa

[50] D. Šušnjar, Uvod u berzanske opcije, Berza 11/92, str. 24.
[51] Ibidem, str. 24.
[52] Isto, str. 25.
[53] Isto, str. 25.

cenom nižom od $ 25, manja od $ 200, taj je interval $ 5, a za one akcije čija je cena veća od $ 200 interval može iznositi $ 10 ili $ 20.[54]

Strukturne cene opcije komponuje tzv. unutrašnja vrednost i tzv. vremenska vrednost. Unutrašnja vrednost reflektuje razliku između izvesne cene opcije i trenutne tržišne cene izvorne hartije. Vremenska vrednost predstavlja razliku između cena opcije i njene unutrašnje vrednosti. Odnos između cene opcije i tržišne cene hartije inkorporira tri poznata slučaja. U prvom slučaju, opcija je na novom (at-the-money) kada su izvršna cena i tzv. trenutna tržišna cena potpuno izjednačene. U drugom slučaju opcija je u novcu (in-the-money) kad je tzv. izvršna cena manja od trenutne cene kod call opcije i kada je tzv. izvršna cena veća od trenutne tržišne cene kod put opcije. Konačno, u trećem slučaju, opcija je van novca (out-the-money) kada je izvršna cena veća od tzv. trenutne cene kod call opcije i kada je tzv. izvršna cena manja od trenutne cene kod put opcije. No, tokom vremena, cena opcija varira. Sa rastom trenutne tržišne cene akcija cena put opcije opada, a cena call opcije raste. Sa rastom tzv. izvršne cene opcije cena put opcije je viša a cena call opcije je niža. Usled toga, trgovina opcijama je aktraktivna i izazovna. Eliminisanje rizika jeste važan razlog ulaska u trgovinu opcijama (tzv. hedžing). Investitor se, naime štiti od pada vrednosti aktive putem kupovine put opcije, koja se, svakako, mora odnositi na dotičnu aktivu. No, i špekulativni razlozi su dosta jaki, pošto investitor teži da profitira od eventualne promene cena izvorne aktive.

U tom kontekstu, investitor bira dve taktike u zavisnosti od toga da li može da pretpostavi pravac promene cena ili ne. U prvom slučaju, investitor pribegava taktici call opcija, prodaja put opcija i bull spread (kupovina in-the-money i prodaja out-the-money call opcije). U drugom, pak, slučaju, investitor bira taktiku (!) long straddle (kupovina at-the-money call opcije i at-the-money put opcije), (“) long strangle (identično prethodnoj taktici samo su različite izvršne cene), (3) long butterfly (kupovina dve call opcije sa različitim izvršnim cenama i prodaja dve call opcije po izvršnoj ceni koja je između gornje dve cene), ($) long condor (identično prethodnoj taktici samo se cene dve call opcije razlikuju).

Opcije (options) predstavljaju hartije od vrednosti koje svom vlasniku daju pravo kupovine ili prodaje određene aktive po fiksnoj ceni. Kupoprodajni odnosi između kupca i prodavca regulisani su opcionim sporazumom, koji obuhvata tip aktive, količinu, ugovorenu cenu i važenje opcije, kao osnovni elementi svake emisije opcije. Po tom nepotpunom ugovoru svaki kupac opcije ima pravo da kupi-proda određenu aktivu, ali bez obaveza da to imperativno (obligatno) učini. Stoga se opcija i razlikuje od fjučersa. “Kod fjučersa subjekti moraju da izvrše svoje obaveze. Kod opcije kupac ne mora da kupi ili proda aktivu. On će to uraditi samo ukoliko mu odgovara. Ono što jedino kupac mora jeste da kupi opciju, tj. da plati opcionu premiju (option premium). Prodavac opcije dobija premiju i za to je obavezan da izvrši ono što od njega zahteva kupac”.[55] Zbog toga, opcije igraju relativno značajnu ulogu u osiguranju od rizika od promena deviznog kursa, kamatne stope i tržišnih indeksa u analizi strukture kapitala.

---

[54] Isto, str. 25.

[55] Grupa autora, Berzanski pojmovnik, Berza, novembar 1992, str. 24-25.

Warants (ovlašćenje) su poseban oblik hartija od vrednosti. One nisu ni kreditne niti vlasničke, jer se izdaju od strane kompanija koje traže da povećaju deoničarsku glavnicu putem emitovanja novih deonica. Izdavanjem novih deonica "starom deoničaru" se daje pravo da kupi nove deonice po određenoj ceni do određenog datuma. Svako jedno ovlašćenje daje pravo na kupovinu jedne nove deonice. Kompanija koja emituje nove akcije, uvek rezerviše određeni broj deonica za ovlašćenja, koje su predmet trgovine na berzama.

Raights (prava) omogućavaju "starom deoničara" da u određenoj srazmeri kupi novu deonicu po nižoj ceni od tržišne cene pri svakoj emisiji novih deonica, kao i ovlašćenja. "Tako ako je tržišna cena, uključujući i prava, 170 i ako deoničar ima pravo da na 10 starih deonica kupi četiri nove po ceni od 100, vrednost jednog prava iznosiće:

$$10 \times 170 = 1700 + 4 \times 100 = 2100 : 14 = 150$$

(razlika od tržišne cene daje nam vrednost prava od 20). Kupac, koji želi da nabavi deonice, a ne poseduje "stare", može kupiti 10 prava po 20 i 4 nove deonice po 100. On bi za ove nove deonice platio u stvari, 600, odnosno 150 po deonici, što je za njega, takode, isplativo."[56] No i prava su predmet trgovine na berzama.

Derivative securities (derivati, izvedene hartije od vrednosti) reprezentuju relativno veliku grupu hartija od vrednosti čija cena zavisi od osnove aktive. U tu strukturu finansijskih inovacija spadaju forward i fjučers ugovori, opcije, varanti i konvertibilne hartije od vrednosti.

Forward ugovori predstavljaju ugovor o kupoprodaji određene aktive po unapred definisanoj ceni i o isporuci aktive i konačnoj isplati određenog dana u budućnosti. Tipičan forward ugovor jeste terminski ugovor jedne firme sa dobavljačem o isporaci sirovina i repromaterijala u roku od 3 ili 6 meseci po unapred dogovorenoj ceni i sa plaćanjem u budućnosti.

Futures (fjučers) ugovor predstavlja tzv. terminski ugovor o kupoprodaji određene aktive čija će se isporuka zajedno sa plaćanjem obaviti u budućnosti; po analogiji tzv. forward ugovora. No, fjučersi se razlikuju od forward-a zbog likvidnosti aktive kojom se trguje, isporuke i načina plaćanja:[57] (1) kod fjučersa isporuka se ne vrši tačno u dan, kao kod forwarda već u toku meseca, (2) fjučersima se regularno trguje na berzi fjučersa i cene se regularno objavljuju u dnevnoj štampi, (3) kod fjučersa postoji klirinški kupac (tzv. clearinghouse) sa kojom kupac i prodava zaključuju posebne ugovore i gde moraju da uplate određeni depozit u vidu margina (margins), (4) kod fjučersa isporuka i plaćanje garantuje klirinška kuća i (5) kod fjučersa najčešće ne dolazi do stvarne isporuke, već se samo isplaćuje razlika u ceni ."Fjučer je po svojoj suštini pravi ugovor koji nosi prava i obaveze kako za kupca, tako i za prodavca. Kupac fjučers ugovora ima pravo na aktivu koja je ugovorena fjučersom i obavezu da plati tu aktivu. S druge strane, prodavac fjučers ugvora ima pravo da dobije sredstva i obvezu da isporuči aktivu. Oko izvršavanja obaveza stara se klirinška kuća".[58]

[56] Isto, str. 16.
[57] Isto, str. 23-24.
[58] Ibidem, str. 23.

Klirinška kuća se ovde pojavljuje kao zaštita i kupca i prodavca u fjučers ugovora, garantujući kupcu isporuku aktive i plaćanja prodavcu (a) sistemom margina, (b) sistem dnevnog prilagođavanja i (c) sistemom korigovanja margina kupca i prodavca. Klirinška kuća je i prodavčev kupac i kupčev prodavac, pošto su kupac i prodavac obavezni da uplate određeni iznos sredstava na račun. Zbog toga, fjučers ugovori imaju višestraki značaj u zatvaranju gepa i finansiranju, u upravljanju rizikom, u makroekonomskoj regulaciji stabilnosti cena i upravljanju rizikom. U praksi su, stoga, razvijani i robni fjučersi (commodity futures) i finansijksi fjučersi (financial futures). Robni fjučersi inkorporiraju robu (kao aktivu), kao što su pšenica, kukuruz, soja, pirinač, živa stoka, kafa, kako, pamuk, šećer, metal, nafta i zemni gas. Finansijski fjučersi, pak obuhvataju hartije od vrednosti, kamatne stope, devize, valutu i tržišni indeks, kao oblici aktive. U praksi su poznate tri vrste fjučersa, i to: (1) fjučers na tržišne indekse (kao što su NYSE composite, S E P 500), (2) valutni fjučersi (kao što su vodeće svetske valute: dolar, marka, funta, jen , frank) i (3) fjučersi na hartije od vrednosti (kao što su državne hartije od vrednosti, obveznice kompanije, obične deonice).

U finansijskoj teoriji i praksi su poznata dva tipa opcija, i to: (1) *call (kal) opcija* i 2) *putt opcija*. ‘‘Call opcija je opcija koja vlasniku daje pravo da kupi određenu aktivu u određenom roku po unapred ugovorenoj ceni. Kupac kupuje call opcije zbog toga što očekuje rast cena osnovne aktive u odnosu na ugovorenu cenu. U slučaju rasta cena, kupac ima mogućnost da kupi aktivu po ugovorenoj ceni koja je niža od tržišne... U suprotnoj poziciji se nalazi prodavac call opcije. On očekuje pad tržišne cene osnovne aktive u odnosu na ugovorenu. U tom slučaju, vlasnik opcije neće iskoristiti i prodavcu će ostati premija.[59]

Suprotno od logike call opcije stoji put opcija koja vlasniku daje pravo da proda osnovnu aktivu po ugovorenoj ceni u određenom roku. ‘‘ Motiv kupca put opcije je da zaštiti od pada cene osnovne aktive. Ako tržište cena padne ispod ugovorene, tada će on iskoristiti opciju i prodati osnovnu aktivu po višoj ugovorenoj ceni. U slučaju rasta cena aktive, on nema razloga da iskoristi opciju. Prodavac put opcije suprotno kupcu, priželjkuje rast cena osnovne aktive. Tad kupac neće iskoristiti opciju i prodavcu će ostati opciona premija kao prihod. U slučaju pada tržišne cene kupac će iskoristiti opciju, tj. prodavac mora kupiti aktivu po višoj ugovorenoj ceni.[60]

Osnovni motiv investitora u hartije od vrednosti jeste prinos, koji reprezentuje profit od držanja hartija od vrednosti. Deonice (akcije) donose prinos u obliku dividende, odnosno kapitalnog dobitka. Obveznice, pak, donose prihod u vidu kamate (i glavnice). Konačno, opcije donose prinos u vidu premije. U tom sklopu, stopa prinosa reprezentuje indikator prinosa, koji reflektuje vezu između blagostanja investitora u hartije od vrednosti na početku i na kraju određenog vremenskog perioda. Stopa prinosa (p) u pravilu zavisi od tekuće cene hartije (P_1) i početne cene (P_0):

[59] Grupa autora, Berzanski pojmovnik, Berza novemar 1992. str. 24-25

[60] Grupa autora, op. cit. str. 25

$$r = \sqrt{\frac{P_1 - P_0}{P_0}}$$

Stopa prinosa može se izračunati i za kompaniju u formi: (a) prinosa akcionarskog kapitala (retucu of equity - ROE) i (b) prinosa na investicije (return of investments - ROI). Stopa prinosa, u krajnjoj instanci, može da se izračunava, posebno, za sve hartije od vrednosti: kod obveznica, npr. stopa prinosa može se izraziti u vidu tekućeg prinosa, prinosa po dospeću i stope kupona.

Navedene stope prinosa mogu se grafički prezentirati u formi tzv. krive prinosa,koja reflektuje vremensku strukturu kamatnih stopa.

Tržište hartija od vrednosti jeste atraktivan mehanizam okupljana prodavca i kupca finansijske aktive u cilju obezbeđenja vlasničkog kapitala putem emisije deonica i obveznica na primarnom tržištu kapitala." Transakcije na primarnom tržištu hartija od vrednosti (tzv. "prve ruke") - primary security market predstavljaju početnu prodaju hartija emitenta javnosti. Emitent prima novac (da investira u produktivnu aktivu ili promeni kapitalnu strukturu), a kupac dobija hartije (za lične investicije ili za špekulativne potrebe). Na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti (tzv. kupovina iz "druge ruke") - secondary security market odvija se proces kupoprodaje emitovanih hartija od vrednosti i obezbeđuje njihovu likvidnost. Ovo tržište, kada su u pitanju deonice, obezbeđuje tekuću valorizaciju preduzeća koja su emitovala hartije.[61]

Na tzv. parketu (floor), kao ograđeni elipsasti deo dvorane na berzi, sreću se trgovci, koji imaju ovlašćenja poput berzanskih posrednika. Trgovina se odvija neposrednim nadmetanjem prisutnih u formi tzv, trgovine licem u lice. Samo špekulanti odlaze na galeriju da prate rad svojih brokera i da neprimetno daju uputstva. Na parketu ostaju trgovci koji formiraju krugove (ring), zainteresovanih, koji se nadmeću. U berzanskim poslovima na parketu uključeni su različiti učesnici među kojima su najznačajniji (1) brokeri na parketu (floor broker) i (2) trgovci na parketu (floor trader). Prvi predstavljaju posrednike zaposlenih kod firmi koje su članice berze i koje kao agenti izvršavaju naloge klijenata firme. Drugi su, pak, sami članovi berze, koji trguju za svoj račun. Oni se, stoga i razlikuju od brokera koji rade za tuđ račun.

Pored trgovine licem u lice na parketu berze, u praksi razvijenih zemalja egzistira i alternativni vid prometa deonica - OTC (Over the counter market). U stvari , radi se o tzv. tržištu preko šaltera sa relativno velikim brojem posrednika u elektronskom sistemu trgovanja. U SAD taj sistem poznat pod imenom National association of securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), koji inkorporira preko 5000 brokerskih i dilerskih kuća. Promet hartija od vrednosti na ovom tržištu odnosi se u pravilu na akcije "onih kompanija koje nisu na zvaničnoj listi kompanija čije akcije kotiraju na berzi uni listed securities market". Ovim tržišnim putem kompanije se praktično "kvalifikuju" za zvaničnu listu kompanija koje se kotiraju na berzi. To je put, koji se mora proći, da bi se stiglo tzv. berzanske kapitalizacije (koja se odnosi na ukupnu tržišnu vrednost određene kategorije

[61] Grupa autora Berzanski pojmovnik, Berza, novembar 1992. st. 47.

emitovanih deonica određene kompanije po tekućem cenovnom listingu berze) i do tzv. tržišne kapitalizacije (kao indikator vrednosti kompanije koja se izračunava kao proizvod broja emitovanih deonica i tekuće tržišne cene deonica).

No i u jednom i u drugom vidu trgovine sa hartijama od vrednosti (dakle, i u trgovini licem u lice na parketu berze i u trgovini na OTC tržištu) glavnu reč vode berzanski agenti, koji su ovlašćeni za sklapanje poslova, bilo da rade samostalno kao dilera (dealer) bilo da zastupaju interese svojih klijenata (broker, makler). Ovi drugi (brokeri) za svoje posredovanje uplaćuju proviziju - formi tzv. brokeraže, koja se određuje kao procenat od obavljenog prometa (vrednost transakcija) hartija od vrednosti. Od njih se razlikuju tzv. džoberi (jobbers), koji se na londonskoj berzi koriste umesto trgovaca preko šaltera (market maker). Taj džober se razlikuje od prvog džobera koji se bavi prometom desortirane robe u maloprodaji. To bi moglo da bude atraktivno za specijalizovane ili mešovite robne berze na kojima se obavlja promet pamuka (Liverpul, Bremen, Njujork), vuna (London, Anvesr, Njujork), zlato (London), kafa (Pariz), šećer (London, Hamburg, Njujork), žitarice (Čikago, Njujork), kalaj (Malezija), nemetali (London, Njujork), obojeni metali (London, Njujork, Čikago). A taj tip trgovine na robnim berzama se razlikuje od aukcijske trgovine putem licitacije kupaca na aukcijskim mestima (London, Sidnej, Melburn - vuna, London - umetnički predmeti, Lenjingrad - krzno, Buenos Aires - koža).

GLAVA ŠESTA

TRŽIŠTE EVRODEVIZA

Svaki euro dolar reprezentuje dolar koji se u obliku depozita nalazi na računu određene evropske banke. Na tržištu euro dolara transakcije se sastoje u davanju ili uzimanju u zajam depozita euro dolara koji su deponovani kod evropskih banaka uz obavezno plaćanje ugovorene kamate. Davanje i uzimanje kredita u depozitima euro dolara ima za cilj zaradu u vidu kamate koju davalac deviznog depozita prima od primaoca, ali i upotrebu deviznog depozita za određeno vreme i za određene potrebe (svrhe). Profit ovde rezultira iz kamate.

Suština transakcija na evro deviznom tržištu ogleda se u pozajmljivanju devi-znih depozita na rok od jednog dana do nekoliko godina. Do krajnjeg korisnika sredstava se plasiraju u replasiraju po nekoliko puta i to sve dok se ne sklopi ugovor o kreditu i osiguranju kredita. Učesnici na ovom tržištu zato moraju da precizno ispitaju bonitet i ki-editnu sposobnost partnera, pa i banka koje participiraju u istom poslu.

Tržište evro deviza u svom dosadašnjem funkcionisanju doprinelo je povećanju efikasnosti u alokaciji nebankarskih kratkoročnih novčanih sredstava i readaptibilnosti kredita. Ovo tržište je, samim tim, doprinelo i zameni drugih finansijskih instrumenata, a u prvom redu depozitnih certifikata, blagajničkih zapisa i komercijalnih papira. Konačno funkcionisanje evro deviznog tržišta, doprinelo je ubrzanju cirkulacije domaćih i deviznih sredstava.

Evro tržište se u pravilu definiše kao kreditno tržište na kome se poslovi kreditiranja obavljaju uz upotrebu strane valute.[62] Sa razvojem poslova na evro tržištu novca razvijalo se i evro tržište kredita. Varijabilne kamate i sindikalizovani zajmovi u inflatornim uslovima, su doprinele razvoju evro tržišta. Sindikalizovane kredite odobravale su grupe banaka na srednji rok (od 10 do 30 godina) i međusobno su delile rizik, naročito na tzv. jumbo zajmove. Kamatne stope su se na tržištu novca - tržište kratkoročnih sredstava relativno brzo prilagođavale kretanju stopa inflacije. Na ove kamate trebalo je dodavati fiksni iznos marže (spreed) da bi se dobila kamatna stopa za dugoročne plasmane na tržištu kapitala. U tom kontekstu, osnovica je bila međubankarska kamatna stopa LIBOR na londonskom tržištu novca, odnosno kamatna stopa tzv. prvoklasne zajmotražioce - primerate -na finansijskom tržištu SAD.

[62] Dr P. Jovanović-Gavrilović, Međunarodno poslovno finansiranje, Ekonomski fakultet, Beograd, 1990. str. 181.

U današnjem svetu egzistiraju brojni segmenti evrotržišta i to: (a) tržište evronovca (eurocurrency market), (b) tržište evro obveznica (euro bond market), (c) tržište evro kredita (euro credit market) i (d) tržište evrozapisa (euro-notes market). Na tržištu evro novca emituju se kratkoročne pozajmice a u poslednje vreme na evrotržištu se javljaju preduzeća, vlade, poslovne banke i centralne banke, s tim što se evrokrediti daju na rok od 1 do 10 godina.

Tržište evroobveznica (euro bond market) i tržište stalnih obveznica (forign-bond market) jesu dva segmenta međunarodnog tržišta obveznica (international bond market) u zavisnosti od toga koja se valuta koristi za kupovinu obveznica. Doduše, na američke dolare glasi ipak najveći deo obveznica, ali raste i zastupljenost jena, marke i franka. "Na kraju 1988. godine u ukupno emitovanim obveznicama 43 % glasi na dolare, 13% na švajcarske franke, 12% na jene, 10% na nemačke marke, 7% na funte sterlinga, a udeo obveznica koje glase na ECU dostigao je 4,3% ukupnog iznosa. Sve ostale valute učestvuju sa samo 11% u ukupnom iznosu emitovanih obveznica. Za plasman stranih obveznica najznačajnije je švajcarsko tržište na kojem se prodaje oko 40% ove vrste obveznica".[63]

Emisija i plasman obveznica povlače naplatu provizije za usluge banaka, koja varira oko 2,5% od vrednosti emitovanih obveznica. Tu su još 0,5% za managemente fee, 0,5% za undenvriting feei 1,5% za seling commision.

Na kraju valja istaći da je razvoj evrotržišta ubrzao proces distribucije međunarodne akumulacije, akcelerirao proces internacionalizacije proizvodnje, međunarodne trgovine i privrednog razvoja potpomogao finansiranje platno bilansnih neravnoteža i smanjio pritisak na monetarne rezerve.

[63] Ibidem, str. 186.

GLAVA SEDMA

FINANSIJSKE INOVACIJE

Na međunarodnom finansijskom tržištu, a posebno na tzv. evrotržištu, prisutne su brojne inovacije, koje su od posebnog značaja za preduzeća i druge finansijske subjekte. Kad to konstatujemo, imamo u vidu potrebu poboljšanja izvora finansiranja, identifikovanja načinu obezbeđenja od rizika finansiranja, ofanzivnog uticaja na prosečnu tržišnu cenu kapitala i maksimiziranja ukupne dobiti. U tom kontekstu, finansijsko tržište reprezentuje tržišni mehanizam koji osigurava "neposredni kontakt" ponude i tražnje finansijskih resursa, koja mogu biti dugoročnog ili kratkoročnog karaktera. Takvo poimanje međunarodnog finansijskog tržišta kao skup specijalizovanih i nacionalnih tržišta novca i kapitala sa imanentnim institucijama, institutima, mehanizmima i instrumentima, koji omogućavaju finansijsko posredovanje među finansijskim subjektima, transformaciju finansijske imovine određenih finansijskih subjekata, osiguranje finansijskih ulaganja od rizika, smanjenje troškova ulaganja i povećanje finansijskih zarada.

Intemacionalizaciju finansijskog tržišta "porodila" je različite oblike evronota, kao svojevrsne inovacije na evrotržištu u smislu da reprezentuje oblik kratkoročnog zaduženja. Kao i svaka obveznica, evronota može biti kuponska i dskonstna, mada se u finansijskoj prakci savremenog sveta nalaze brojne varijacije osnovnog oblika evronote. U sušitini, evronote reflektuju keredite na odnovu kratkoročnih obveznica (nota) sa kamatom koja varira sve do kraja perioda za koji daje kredit.

Evronote, koje se javljaju u dmgoj polovini 70-tih godina jesu zapravo obveznice na srednji rok sa kuponom. Evronote vuku kratkoročne kamatne stope, koje se obračunavaju na principu šestomesečne kamate na londonskom interbankarskom tržištu- tzv. LIBOR. Kama uvećana za fiksnu maržu plaća se na svakih šest meseci.

Revolving Acceptasnce Facility ty Tended (RAFT) reprezentuju inovirani oblik evmote koja se bazira na tzv. bankarskim akceptima. RAFT je, dakle, aramžman koji inplicira fundamentalne karakteristike RUF uz oslanjanje na akcept koji se revolvira i na koji se plaća upisnička provizija. No, ako je emitent nepotreban revolving upis, onda je potreban NIF (Note Issuance Faculty) kod koga se emitent obavezuje ugovorom da osigurava plasman note na tržištu bez obzira da li novac daje banka ili određeni investitor. Aranžer, u ovom kontestu deluje kao agent emitenta, ali bez obaveza utvrđivanja kamate, diskonta, denominacije nota i dr. Agent, dakle, samo drži zalihe nota i distribuira ih po ovlašćenju. Zato se, u

krajnjoj instanci, RUF (Revolving Undervvriting Facilities) svodi na upisani NIF sa garantnom obavezom od strane upisnika. Ove note se sada plasiraju investitorima. U celini posmatrano, reprezentativni evronotni kredit (RUF) poima se kao sporazum izmedu kompanije koja emituje prenosive hartije od vrednosti (note) ili certifikate ako su banke eminenti, agenta koji plasira emitovane hartije od vrednosti i grupe finansijskih institucija koje otkupljuju note ukoliko se ne prodaju.

Pored nota, kao jedne od oblika (četiri) ili gmpe hartija od vrednosti kod kojih dolazi do inovacije i kombinacija, obveznice se fiksnom kamatom (Fixed Coupori Bonds) reprezentuju klasičan oblik finansijske aktive na evrotržištu, pošto predstavljaju prenosive hartije od vrednosti koje osiguravaju njihovim imaocima stalnih prihoda u vidu fiksne kamate sve do sa'me otplate. Ove obveznice su rasprostranjeni oblik emisije evroobveznica na tržištu, pored već naraslog obima obveznica sa promenljivom kamatom i konvertibilnim obveznicama u ukupnoj emisiji.

U praksi se, isto tako, koriste i tzv. obveznice sa varantom, kao oblik evroobveznica. Ove obveznice se javljaju u fonni konvertibilnosti u akciji, koje nude firmei u fonni konvertibilnosti u druge obveznice, koje nude država i paradržavni emitenti. Kod ovih obveznica svi su uslovi unapred fiksirani, naročito uslovi konverzije (kao pravo konverzije obveznice u akciji). No kada su u pitanju tzv. obveznice sa varantom, akcije se kupuju po osnovu prava koje se dobija na varantu. Na taj način zajmoprimalac dolazi do likvdnih sredstva, dok zajmodavac dobija novi tip finansijske aktivnosti u vidu akcije.

Za razliku od obveznica sa varantom, konvertibilne obveznice se emituju uz fiksnu kamatu s pravom kupovine određenog iznosa emitenta zajma. Japanska i američka preduzeća, kod ovog oblika kredita javljaju se kao glavni emitent. A pošto nose "dobre" poreske olakšice ove obveznice su aktraktivne i za evropske investitore. Vrednost ovih hartija od vrednosti uglavnom zavisi od prinosa na dugoročne plasmane, od ekonomske pozicije emitenta na tržištu kapitala i od ispoljenih tendencija na berzama. U funkcionisanju ovog tipa obveznica pojavljuju se u praksi određeni problemi koji se naročito ispoljavaju onda kada npr. neka japanska firma emituje konvertibilne obveznice koje glase na neku drugu valutu - marku. Tu se nude dve opcije: ili mogućnost konverzije obveznica u akcije ili mogućnost konverzije marke u dolare (ili neku drugu valutu). To je potrebno zbog toga što su konvertibilne valute atraktivne sa stanovišta niže kamatne stope dužeg perioda dospeća, moguće anticipativne otplate i korišćenja prava konverzije u druge akcije po autonomnoj odluci dužnika.

Pored prezentiranih i opisanih oblika evroobveznica, na tržištu egzistiraju hartije od vrednosti sa opcije zamene otplate - konverzija iz jedne valute u drugu. Konverzija je dozvoljena iz razloga što je valutni kurs unapred fiksiran u procesu same emisije. Fiksirani valutni kurs važi za čitav period trajanja zajma. Ove obveznice sa fiksiranim kursom, sa fiksnom kamatom i sa izborom naplate su izuzetno rizične za zajmotražioca i izuzetno povoljne za kreditore.

No, da bi se reducirao rizik investitora lansirani su certifikati o depozitu, kao defanzivni plasmani finansijskih investitora. U stvari, ovi certifikati reprezentuju svojevrsnu vezu između tržišta novca i evroobveznice. Međusobno su inače

supstitutivni na sekundarnom tržištu. Kamata im je fiksna. LIBOR je osnova za utvrđivanje kamatne stope. No, u praksi se javljaju i certifikati o depozitu, kao oblik kratkoročnih hartija od vrednosti sa različitim rokom dospeća i promenljivom kamatom.

No, svetsko finansijsko tržište zahvatio je, tokom poslednjih godina, inovativni proces u formi iznalaženja potpuno novih finansijskih oblika i finansijskih tehnika u procesu izvođenja finansijskih transakcija. Time je faktički nastupila nova faza inovacija i divrsikacija prenosivih hartija od vrednosti koje su razgradile klasični oblik finansiranja putem depozita i kredita, obogatile strukturu izvora sredstava finansijskih subjekata i investitora, i unapredile bankarsko poslovanje u pogledu oročenosti ponuđenih hartija od vrednosti. Kada to konstatujemo imamo u vidu i pojavu novih oblika evroobveznica, kao što su: (a) Discount Bond, (b) Drop Lock Bonds, (c) Ehtendable Bonds, (d) Paily Paid Bonds, (e) Step Down Bonds, (f) Wings, itd. U stvari, radi se o obveznicama kod kojih se utvrđuju niske cene pošto se kamata plaća po dospeću (a), o kombinaciji obveznica sa fiksnom i promenljivom kamatom s mogućnošću utvrđivanja fiksne kamatne stope ukoliko se nove kamate spuste ispod unapred utvrđenog nivoa (b), o obveznicama čiji se rokovi dospeća mogu prolongirati ukoliko se novom obveznicom zameni stara obveznica (c), o obveznicama sa parcijalnim plaćanjem koje investitorima omogućavaju rast dodatne vrednosti u uslovima smanjenja otplate zbog niskih kamatnih stopa (d), o obveznicama sa degresivnim kuponima (e) i obveznicama koje su po svome ustrojstvu konvertibilne u državne obveznice (f), i td.

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, diversifikacije plasmana slobodnih novčanih sredstava, održavanje potrebnog nivoa likvidnosti i solventnosti transaktora, povećanja stepena rentabilnosti sredstava i finansijskih zarada i minimiziranja rizika.

Finansijske inovacije iniciraju promene na tržištu novca i tržištu kapitala, a naročito na eurovalutnim tržištima.[64] U okviru šireg talasa finansijskih inovacija pronađeni su dodatni kanali formiranja bankarskih resursa i mobilizacije slobodnih novčanih sredstava. Među tim finansijskim instrumetnima najvažniji su : (1) depozitni certifikati ; (2) NOW račun; (3) aranžamani o rekupovinama hartija; (4) svip aranžmani, (5) depozitni računi novčanog tržišta, (6) zajednički fondovi novčanog tržišta i (7) overdraft aranžamani.

Depozitni certifikati - cerificates od deposits (CDs) jesu reprezentanta specifičnih vrednosnih papira. “Bitne odlike ovih hartija jesu utživost odnosno transferivilnost, zadovoljavajući stepen likvidnosti, veća kamatna stopa u odnosu na klasične depozite, visoka novčana dominiranost. Emisija i primarno plasiranje ovih hartija pripada uglavnom krupnim bankama, a kupuju ih isključivo velika i snažna preduzeća. Veoma je bitna uloga krupnih tržišnih posrednika na planu promocije i transfera. Sekundarno finansijsko tržište i bankarski marketing igraju

[64] OECD Financial Market Trends, Paris 1989. str.66-69 i M. Johnson Eurobonnds MNT 8, Corporate Finance, juni 1988. str.31

važnu katalizatorsku ulogu u pogledu upornog razvoja i jačanja ovog instrumenta mobilizacije bankarskih resursa. Krupnije poslovne banke povećavaju svoje potencijale u dobroj meri putem korišćenja ovog finansijskog instrumenta. Primarno emitovana CDs nose kamatu koja je određena stopom tražnje za bankarskim kreditima, stepenom likvidnosti banke, prosečnom kamatom na sekundarnom novčanom tržištu, očekivanjima u pogledu kretanja kamatne stope i u pogledu kursa monetarne politike. Uglavnom ovi faktori određuju i dospelost CDs. Zadovoljavajuća kamata i mogućnost prodaje pre ugovorenog roka dospeća doprinose atraktivnosti CDs na novčanom tržištu i visokim mobilizatorskim odlikama u oblasti formiranja bankarskih izvora.[65]

NOW aranžmani - negotiable order of withdrawal, isto tako, reprezentuju, "specijalne račune kod banaka i štedionica, koji obezbeđuju kamatu i mogućnost automatskog plaćanja 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 kvalite 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.[66]

Sporazumni (aranžmani) o rekupovini hartija - repurchase agreements, Repos, RP - popust prethodnih aranžmana reprezentuju inovacioni instrument noćanog tržišta i prikupljanje slobodnih novčanih sredstava, pošto se radi o kratkoročnim državnim vrednostima "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 ostvaraju odgovarajući kamatni prihod. Najduži rokovi dospelosti su 90 dana, ali se prema ovom aranžamanu sredstava mogu povratiti ulagačima u znatno kraćim rokovima. Uložena sredstva nemaju karakter depozita i usled toga nisu osigurana.

Ulagači biraju samostalno rokove reprodaje hartije bankama, koji se mogu kretati u rasponima od jednog do 90 dana, i od toga zavisi nivo kamatnog prihoda. Otuda se ovaj mehanizam smatra veoma pogodnim za ostvarivanje optimizacije kratkoročnih ulaganja sredstava od strane finansijskih investitora. Naime, preko ovog aranžmana obezbeđuje se puno korišćenje novčanih sredstava u periodu kada su za nebankarskog transaktora slobodna. Transaktori, odnosno ulagači sredstava ne snose tržišni rizik, pošto se ugovorima pokrivaju iznosi uloženih sredstava i odgovarajući kamatni prinos. Kamatna stopa se određuje prema kretanju prosečnih kamata na kratkoročnom i dugoročnom finansijskom tržištu.[67]

---

[65] Dr S. Jović, Bankarstvo, Naučna knjiga, Beograd 1990. str.146.
[66] Ibidem, str. 147.
[67] Ibidem, str. 147.

Svip aranžmani - sweep accounts, takođe predstavljaju novu mogućnost za utvrđivanje salda na računima komitenata, ali novi finansijski instrument banaka za mobilizaciju slobodnih novčanih 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 okvira instalisanih zona, pri čemu banke u slučaju viškova likvidnih sredstava automatski vrše konverziju viška u kamatonosne hartije. Obrnuto, u slučaju opadanja salda gotovine ispod donje granice banka će konvertovati hartije u likvidna novčana sredstva. U suštini, banka u slučaju viškova likvidnih rezervi može prema ovom aranžmanu ulagati sredstva u kratkoročne hartije kakve su RP na osnovu čega postoji povezanost između ugovora o rekupovinama i svip računa. Pored mobilizatorske uloge, ovde banke obavljaju i širu ulogu katalizatorskog pročišćavanja računa transaktora, optimizacije likvidnih pozicija, racionalizacije novčanih sredstava i aktiviranja potencijalno nesktivnih novčanih sredstava.[68]

Popust svip aranžmana i 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 odgovaraju tržišni prinos. Prinosi su određeni prema prosečnim tržišnim kamatama, a depoziti su osigurani od strane odgovarajuće državne ustanove. Kada nivo depozita padne ispod određenog minimalnog iznosa, banka obara kamatnu stopu ili novo kamatnog prihoda. U uslovima održavanja depozita na i iznad minimuma banka može autonomno određivati nivo kamate, odnosno može nuditi stimulativnu kamatu za privlačenje dodatnih depozita. Utvrđeni su limiti transakcija preko ovih računa, koji ipak u dovoljnoj meri obezbeđuju pokrivanje likvidnosti. Najviše šest novčanih transfera mesečno moguće obaviti preko ovih računa. Povlačenje gotovine sa računa je nelimitarno. U suštini računi predstavljaju aspek finansijskog korišćenja sredstava.[69]

Money market mutual find - Mešoviti fondovi novčanog tržišta reprezentuju kvalitetno nove karakteristike finansijske instrumente za prikupljanje disperzirane štednje koja se ulaže u kvalitetne bankarske certifikate i vrednosne papire firmi sa visokim bonitetom kako bi dotična ulaganja postala likvidna i kamatonosna. Ovi mešoviti fondovi novčanog tržišta formiraju se na principu "rezervoara" ("pooling"): dnevni prilivi novčanih sredstava iz raznorodnih izvora sintetizuje se i ulažu u kupovinu odgovarajućih tržišnih instrumenata. Kupovina vrednosnih hartija obavlja se svakodnevno, kod čega postoji veoma razrađeni spektar papira po ročnosti i kamatnim prinosima. Kamatni prinosi u vidu dividendi moge se dnevnoobračunati. Prinos, po odbitku operativnih i administrativnih troškova, transferiše se kontinuelno ulagačima sredstava.[70]

[68] Ibidem ,str, 148.
[69] Ibidem, str. 148
[70] Ibidem, str. 148.

Kratkoročnost i visok bonitet hartija daju mešovitim fondovima karakter sigurnosti ulaganja novčanih sredstava. Prinos na uložena sredstva se dnevno menja, sa promenama kamatnih stopa spektra vrednosnih papira. Bruto prinos od uloženih hartija se dnevno umanjuje za iznos odgovarajućih operativnih administrativnih i distributivnih troškova. Mešoviti fondovi obezbeđuju ulagačima i sledeće prednosti: dnevni dohodak, likvidnost, automatsko reinvestiranje, stabilnost osnovnog uloga, platnoprometne usluge, minimalni inicijalni iznos investiranja, konvencionalnu praktičnost. Dividende se obračunavaju i pripisuju računu svakodnevno, dok se gotovinski realizuju na kraju meseca. Ne postoji minimalni period ulaganja sredstva niti postoji kaznena kamata za povlačenje sredstava pre roka dospelosti. Ulagači mogu svoja sredstva povlačiti telefonskim, poštanskim, čekovnim, telegrafskim ili kompjuterskim načinima, što pruža pogodnosti veoma brzog pokrivanja likvidnih potreba. Banke mogu obezbediti dve opcije za ulagače: isplata kamatnog dohotka na kraju meseca ili reinvestiranje ostvarenog dohotka. Inicijalni iznos ulaganja i otvaranja tržišnih računa su minimalni i na taj način stvoreni su uslovi fleksibilnog ulaganja sredstava svim subjektima. Ne zahteva se držanje minimalnog iznosa uloženih sredstava, nego se preko kamatnog prinosa reguliše nivo depozitnog računa.[71]

Konačno, overdraft računi - overdraft checking account, automatic overdraft account - reflektuju u biti kreditne linije banke za štediše i transaktore. Banka "automatski pokriva povlačenje sredstava čekovima za koja ne postoji dovoljan iznos sredstava na računu. Kreira se automatski kredit na bazi pristiglih čekova transaktora za iznos koji je iznad nivoa depozita komintenta kod banke. Pogodnost ovog instrumenta jeste automatizam instalisanja kreditnog aranžmana preko priliva ili putem kreditnih kartica. Otpada komplikovani mehanizam zaključivanja kreditnih ugovora, ispitivanja kreditne sposobnosti i obračuna operativnih troškova. Uglavnom je reč o personalnim kreditima koji se realizuju na indirektan način, posredstvom odgovarajućih instrumenata platnog prometa: iznosi kredita su obično ograničeni i ograničeno je vreme korišćenja kreditnih resursa. Obračunava se nominalna kamatna stopa samo za iznos previše povučenih sredstava. U uslovima znatnih fluktuacija novčanih sredstava kod određenih preduzeća, overdraft računi su pogodan način racionalizacije i ekonomisanja metoda finansiranja poslovnih linija. Novi prodor u oblasti razvoja kreditnih linija i mobilizovanje sredstava kod banaka ide preko uvođenja tzv. dugovnih kartica (debit cards, "deposit access card") koje omogućavaju elektronsko transferisanje sredstava na tačkama prodaje robe i usluga. Jedna varijanta elektronskih kreditnih kartica jesu ATM kartice (automated teller machines) koje se koriste za kompjutersko povlačenje gotovog novca sa odgovarajućih računa. Smisao novih instrumenata je u trenutnom pokrivanju platnoprometaih odnosa, povezivanje kreditnih i novčanih resursa u vrstu sintetizovanog novca i otvaranja linija mobilizovanja sredstava kod banke.

Dodatne izvore sredstava banke obezbeđuju na kreditnom i tržišnom kapitalu: krediti kod centralne banke, inostrani krediti, izdavanje i prodaja dugoročnih hartija od vrednosti. Bitne karakteristike metoda i instrumenata formiranja ovih izvora sredstava banaka su sledeće: prvo, treba da je reč o zaista dopunskim izvorima.

[71] Ibidem, str.149

Drugo, banke se ovom terenu pojavljuju u ulozi pasivnog primaoca uslova pribavljanju sredstava ("ricetaker"), za razliku od metoda privlačenja glavnih izvora gde se banke javljaju u mnogo aktivnijoj ulozi. Treće, ovi izvori postaju važni u periodima pogoršanja uslova privlačenja raznih vrsta depozitnih sredstava. Ova sredstva tada postaju relativno pogodnija za brzo usklađivanje potencijala sa programiranim plasmanima sredstava. Ako se poveća prosečna kamata na tržištu, tada su depozitni izvori pogođeni većim prosečnim troškovima, dok se kreditni izvori opterećeni porastom marginatnih troškova. Naime, kamatni troškovi svojim povećanjem zahtevaju sve depozitne izvore, dok u slučaju nedepozitnih izvora troškovno opterećenje pogađa samo nove prilive ovih resursa.[72]

Nelikvidnost oročenih depozita prinudila je banke da formiraju prenosive certifikate o depozitu (CD - negotiable certificate of deposit), koji se emituju po nominalnoj vrednosti sa kamatnom koja se plaća po dospeću (od 1-6 meseci). Bankovni CD prodaju se direktno investitorima, mada postoje i dileri koji stvaraju aktivno sekundarno tržište za CD uz malu proviziju. Prinos na CD prevazilazi prinos na druge zapise posredstvom varirajućeg opsega (spreed).

CD sa varijabilnom kamatom. Ovaj instrument tržišta novca u SAD jeste novi tip prenosivih CD čiji su glavni kupci fondovi tržišta novca. "Kuponi koji se daju CD sa varijabilnom kamatom prilikom emitovanja i prilikom svakog dana isplate, uzdaje se na izvesnu sumu (12,5 do 30 osnovnih poena, zavisno od imena emitenta i roka dospeća) iznad prosečne kamatne stope (kao je navedeno u kompozitnoj kamatnoj stopi koju publikuju Savezne rezerve) koju banke plaćaju na nove Cd sa osnovnim (prvobitnim) dospećem koje je jednako dužini perioda isplate. CD sa varijabilnom kamatnom stopom pruža banci - emitentu mogućnost da igra sa kamatnim stopama. Banke nude izvesnu zaštitnu kamatu klijentima, ali takođe, moraju eliminisati nepogodnosti nelikvidnosti, jer trguju sa koncesijama na tržištu tokom drugih dana koji nisu dani isplate. Tokom tog poslednjeg perioda isplate (leg-roll period), trguje se CD sa varijabilnom kamatom na isti način kao sa običnim CD sličnog imena banke i roka dospeća.[73]

Diskontni CD (Discount CDs). Dileri stvaraju tržište za CD i finansiraju inventar CD-a na tzv. repo tržištu koje pokriva glavnicu, ali ne i prispeli kamatu. U trgovini Cd-ima diler finansira prispelu kamatu po ovim hartijama od vrednosti. "Da bi izbegli ovaj problem i da bi olakšali investitorima da vrše poređenje prinosa koji ide na CD sa prinosima na diskontne hartije - zapise, bankarske akcepte (BA) i komercijalne zapise - neki su dileri predložili 1970-tih godina da banke emituju CD koje nose diskont a ne kamatu. Nekoliko banaka je to i uradilo, ali se to nije razvilo u opštu praksu. Jedan od razloga je bio odluka Saveta rezervi da banka - emitent diskontnog CD mora da ga tretira kao depozit čija se veličina povećava tokom životnog veka Cd za iznos diskonta koji je dat prilikom emitovanja. Savezne rezerve, takođe, zahtevaju da banka - emitant izračuna svoj depozit rezervi na bazi stalno rastuće vrednosti depozita vezanih za diskontne Cd. To za banke koje emituju

[72] Dr S. Jović, op. cit. str.149-150.

[73] Instrumenti tržišta novca SAD, Berza, 1/91, str. 35-38.

diskontne CD stvara računovodstvenu poteškoću, koju banke izbegavaju tako što prestaju sa emitovanjem takvih hartija od vrednosti.[74]

Cd u eurodolarima (Eurodollar CDs). Oročeni depoziti u eurodolarima (poput domaćih oročenih uloga) jesu nelikvidna aktiva. To je uslov da londonske banke otpočnu da emituju eurodolarske CD, koje kupuju druge banke koje posluju na Euromarketu (Eurotržištu), a ostatak korporacije i institucionalnih investitora. U posledenje vreme, dileri i brokeri stvaraju sekundarno tržište za ovaj tip hartija od vrednosti.

Jenki CD (Yankee CDs). Cd emituju strane banke u dolarskoj denominaciji na Eurotržištu, ali i na domaćem tržištu posredstvom ogranaka. "CD ove vrste se često nazivaju jenki CD (Yenkee CD); ime je nastalo od Jenki obveznica (Yenkee bonds) koje se emituju na domaćem tržištu od stalnih zajmoprimalaca.

Jenki CD, za razliku od domaćih CD, izlažu investitore dodatnom (čak i ako je samo pretpostavljen) riziku stranog naziva emitenta, a takođe su i manje likvidni od domaćih. Shodno tome, trgovina jenki CD-ima odvija se po prinosu koji je blizak prinosima na euro CD. Glavni kupci jenki CD-a su korporacije koje su kupci prinosa i fondova koji vrše ažuriranje.[75]

Komercijalni zapisi. Bankovni zajmovi jesu jedan od izvora kratkoročnih sredstava raspoloživih za korporacije. No, firme sa visokom kreditnom sposobnošću imaju još jeftiniji alternativni izvor sredstava, koga nominuju komercijalni zapisi: "Komercijalni zapis je neobezbeđena menica (promissory note), izdata na određenu sumu, sa rokom dospeća na određeni dan. Svi komercijalni zapisi su prenosivi (negotiable), ali većinu njih drže investitori sve do njihovog dospeća. Komercijalni zapisi se emituju, ne samo od strane industrijskih i proizvodnih firmi, već i od strane finansijskih kompanija. Industrijske firne, pak, emituju svoje zapise posredstvom dilera. Nedavno su se strane banke-holding kompanije, opštine i opštinske vlasti pridružile emitentima komercijalnih zapisa.[76]

[74] Ibidem, str.37
[75] Ibidem, str. 37-38
[76] Ibidem, str38

GLAVA OSMA

BUDŽETSKI DEFICIT I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Cene naravno nisu jedina varijabla za koju su nosioci makroekonomske (odnosno, monetarne) politike u jednoj tržišnoj privredi zainteresovani, kako bi uticali na njeno kretanje. Ekonomska politika ima pred sobom više različitih ciljeva koje treba da ostvari i prirodno se nameće pitanje da li težnja nosilaca te politike za srednjoročnom strategijom kontrole inflacije može da se uskladi s ostalim ciljevima?

Stav da stopa rasta novčane mase treba da bude stavljena u centar srednjoročne antiinflacione strategije povezan je u svesti široke javnosti s nečim što se naziva monetarizam, pri čemu se "monetarizam" smatra kao pojam koji uopšteno označava neintervencionistički tip ekonomske politike. Glavni ciljevi takve politike su smanjivanje obima javnog sektora i proširenje uloge tržišnih mehanizama u organizaciji ekonomskog života zemlje. Mora se priznati da su tržišne ekonomije u kojima se primenjuje ekonomska politika takvog karaktera (uglavnom) prihvatile srednjoročnu monetarnu strategiju u borbi protiv inflacije. Treba istaći da između ova dva aspekta ekonomske politike ne postoji neminovno određena veza: prihvatanje targetirane monetarne politike ne primorava državu da usvoji opšti neintervencionistički stav po osnovnim ekonomskim pitanjima.[1]

I modernoj istoriji zemalja tržišne ekonomije jedan od važnih izvora preterane monetarne ekspanzije (sa inflatornim efektima) bila je "potrebna" država da finansiraju svoju potrošnju, pozajmljujući novčana sredstva od centralne banke. Oporezivanje je politički nepopularno, jer smanjuje raspoloživ dohodak ekonomskim subjektima. I prodaje državnog duga na otvorenom tržištu su, takođe nepopularne, jer te operacije utiču na povećanje tržišnih kamatnih stopa i zahtevaju povećanje poreza u budućnosti da 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 ekspanizije.

Ako se pristupi sprovođenju srednjoročne monetarne politike, usmerene ka kontroli inflacije putem postupnog obaranja stope monetarnog rasta (i ako faktički stopa monetarne ekspanzije bude smanjena), javna (državna) potrošnja ne mora nužno da bude značajno redukovana. Smanjenje javne potrošnje predstavlja jednu od mogućnosti. Alternativna rešenja uključuju primenu odgovarajuće poreske

[1] Videti o tome kod Davida E.W. LaidLera: "Monetarist Perspectives", Deddington, Philip Allan Publishers, Cambridge, MA, Harvard Universitv Press, 1982.

politike ili povećanu prodaju državnih obveznica. Nijedna od ovih alternativa (kao ni bilo koja njihova kombinacija) nesumnjivo nije politički 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 u svakom slučaju, postati politički nepopularna, s obzirom da će nebankarski ekonomski objekti (javnost) pre ili kasnije razumeti vezu između visokih stopa monetarnog rasta i tekućih stopa inflacije.

Korišćenje različitih izvora finansiranja deficita budžeta može imati različite prateće efekte (pre svega, dodatno kreiranje novca i uticaj na preraspodelu nacionalnog dohotka), ali je osnovno pravilo da će ovi efekti zavisiti od primene drugih mera ekonomske politike.[2] Najmanje negativne konsekvence se mogu očekivati od finansiranja deficita budžeta putem izdavanja obveznica, a zatim korišćenjem kredita nemonetarnih finansijskih institucija. Korišćenje kredita monetarnih institucija, naročito centralne banke, nosi potencionalni rizik dodatne monetarne ekspanzije i usled toga ga treba primeniti kao krajnje rešenje, uz primenu drgih mera koje treba da spreče monetarne efekte kreditiranja deficita budžeta putem ovih institucija (npr. odgovarajuće smanjivanje kreiranja ovog oblika novca).

Tezom o "efektu istiskivanja" (crowding-our effect), koju je pre više od šezdeset godina izložio R.G. Hawtrey[3] i prihvatili monetaristi, ističe se da celokupna javna potrošnja koja je finansirana iz štednje (akumulacije), a ne putem kreiranja novca centralne banke, dovodi do porasta kamatnih stopa i istiskuje ekvivalentan obim potrošnje privatnog sektora privrede, tako da je ekspanzioni efekat budžetskog podsticaja ravan nuli. Međutim, dejstvo javne potrošnje na dohodak zavisi od kamatne elastičnosti investicione tražnje i tražnje za novcem (na tu okolnost skrenuo je pažnju Milton Friedman još 1962. godine). Zbog toga, to dejstvo može da varira između dve krajnje vrednosti: nule i pune vrednosti kejnzovog multiplikatora, pri čemu određivanje stvarne vrednosti postaje "jedno empirijsko pitanje".[4] Brojni ekonometrijski modeli (koji se sreću u literaturi) pokušavali su da dođu do tih empirijskih procena. Redukovani modeli (s jednom jednačinom) pružaju u tom smislu skroman doprinos zbog svog "black box" karaktera. Strukturni modeli pokazuju da je fiskalna politika ekspanziona tokom 2-3 godine (čak i ako nije praćena s prilagodljivom monetarnom politikom), s tim što se uticaj "efekta istiskivanja" manifestuje samo na kraju perioda, što je dovoljno da politika stabilizacije bude efikasna. Razlog ovog je dvostruki: prvo, u fazi recesije javlja se štednja iz predostrožnosti, koju preduzeća ne koriste i koja je na raspolaganju državi za finansiranje njenog deficita. Drugo, vremenska zaostajanja u reakcijama kamatnih stopa i investicija u odnosu na ispoljene tendencije u kretanju investicija, daleko je od toga da su zanemarljive.

Razliku između finansiranja putem štednje i putem kreiranja novca poneki put je teško uočiti. Tako, kupovinom nekog finansijskog posrednika, državnih

---

[2] Izvori finansiranja budžetskih deficita uglanovnm mogu biti (a) krediti centralne banke,(b) krediti ostalih monetarnih institucija (poslovnih banka), (c) krediti nemonetarnih institucija, (d) izdavanje obveznica, (e) inostrano zaduženje.

[3] U radu pod nazivom Public Expenditure and the Demand for Labur".objavljenog u časopisu Economica u broju iz marta 1925.

[4] Milton Friedman, "Capitalism and Freedom", Chicago, 1962. str. 82.

kratkoročnih hartija od vrednosti, koji za tu svrhu koristi štedne depozite iz svog potencijala, može da odvede tu finansijsku instituciju u poziciju da ponudi manje sredstava na novčanom tržištu. To će uticati na porast kamatnih stopa ukoliko centralna banka ne kupi hartije od vrednosti i tako kreira novac. Složenost finansijskih tokova teži da zamagli jasno razlikovanje između finansiranja državnog budžeta na osnovu sredstava štednje (akumulacije) finansiranja na bazi kreiranja novca od strane cenfralne banke.

Ne treba izgubiti iz vida da odlučivanje u pogledu izvora finansiranja deficita budžeta nije bez ograničenja: u uslovima razvijene privrede, s razvijenim finansijskim tržištem, okviri odlučivanja u ovom pogledu su, svakako, širi nego u uslovima manje razvijenih privreda, s uprošćenom finansijskom sfrukturom i stalno većom tražnjom finansijskih sredstava od njihove ponude. Poseban slučaj predstavlja korišćenje inostranih kredita za finansiranje budžetskog deficita. Osnovni stav u ovom pogledu je da se inostrano zaduživanje može koristiti u slučajevima kada je deficit posledica investicija ili previsokih izdataka za potrošnju, koji ne ostavljaju dovoljno prostora za investicije).

Korišćenje budžetskog deficita kao instrumenta ekonomske politike znatno je uprošćenije (i sa manje rizika negativnih efekata) u slučaju kratkoročne nego u slučaju dugoročne primene. Dugoročno korišćenje deficita kao instrumenata ekonomske politike zahteva daleko širi obuhvat neposrednih i posrednih uzročnih odnosa i efekata i širi krug paralelnih mera ekonomske politike koje treba da odstrane moguće negativne posledice takve politike.[5]

Iznos zajma za finansiranje deficita budžeta predstavlja empirijsko pitanje koje ima različit odgovor u različitim uslovima, kao u oblasti tažnje ovoga zajma od strane države, tako i u oblasti ponude zajma državi od štediša i finansijskih institucija. Pri tome, u kratkoročnom (godišnjem) posmatranju, od velikog značaja je stanje duga prenetog iz prethodnog perioda.

Paralelno s prihvatanjem budžetskog deficita kao važnog instrumenta ekonomske politike u savremenim uslovima, teorija i praksa naglašavaju potrebu pažljivog odmeravanja upotrebe ovog instrumenta, kao 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 budžeta 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 (ukoliko stimulativni uslovi državnog zajma ne prouzrokuju odgovarajuće povećanje štednje). U slučaju budžetskog deficita usled smanjenja oporezivanja opasnost poremećaja je manji, ali nije isključena. U ovom slučaju je logično očekivati da pojava države kao tražioca sredstava bude praćena (usled povećanja akumulacije privrede kao posledice smanjenja oporezivanja) redukcijom tražnje kredita od strane privrede i stanovništva u sličnom iznosu. Međutim, i ovde se može postaviti pitanje

[5] Ekonomski efekti budžetskog deficita povezani su ne samo s monetarnom politikom (koja prati taj deficit) nego i sa psihološkim faktorima.

da li se tada ne remete tokovi finansijskog posredovanja, tj. da li je (posmatrano po pojedinim transaktorima) usaglašen raspored smanjenja mogućnosti dobijanja bankarskih kredita, s jedne, i povećanja akumulacije s druge strane. Zbog toga, čak i u ovom slučaju potrebno je obezbediti potrebne korekcije poremećaja koje izazivaju pojavu države na finansijsko tržište. To je, svakako, praktično pitanje, koje treba rešavati odgovarajućim merama u konkretnim okolnostima.

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 robe i usluga, raspodeli dohodaka, akumulaciji, investicijama, uvozu, izvozu, i finansijskim transakcijama uopšte, zahteva adekvatno korišćenje posrednih instrumenata ekonomske politike, među kojima fiskalne 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 finansijkom tržištvi imala bi (izvesno) značajne pozitivne efekte na tokove finansiranja monopolskog položaja poslovnih banaka; eliminisanje teritorijalnih ograda finansijskim tokovima; veće stimulativno dejstvo na štednju i ponudu finansijskih sredstava i izraženije delovanje ekonomskih kriterijuma u finansijskim operacijama kako finansijskih, tako i nefinansijskih institucija.

GLAVA DEVETA

INSTRUMENITI MONETARNE POLITIKE - NOVČANO TRŽIŠTE

U tržišnim privredama monetarna politika se sukobljava s različitim ograničenjima koja su posledica postojeće finansijske strukture i odgovarajućeg ponašanja ekonomskih subjekata Delovanje centralne banke ne može da se sprovede po receptu koji bi bio identičan za sve zemlje tržišne privrede. Mora se uzeti u obzir nivo privredne razvijenosti i struktura finansijskog sistema u konkretnoj zemlji. Metodi intervencije centralne banke na novčanom tržištu, takođe, određuju mogućnost (i domete) u monetarnoj politici.

Centralna banka obavlja kontrolu rada novčanog tržišta putem diskontne stope i operacijama na otvorenom tržištu. Ovim instrumentima Centralna banka održava potrebnu ravnotežu ponude i tražnje na novčanom tržištu regulišući obavljanje transakcija visinom kamatne stope, odnosno kupovinom i prodajom vrednosnih papira. Pored uticaja na kreditni potencijal i likvidnost banaka ovim instrumentima Centralna banka utiče na formiranje kamatnih stopa na finansijskom tržištu kao i na održavanje ekonomskih motiva holdera slobodnih novčanih sredstava za ulaganje u hartije od vrednosti.

U uslovima razvijenog finansijskog okruženja moguće je sprovesti efikasnu monetarnu politiku s nekoliko, ili samo s jednim instrumentom monetarnog regulisanja, pošto se Centralna banka može osloniti na razvijeno finansijko tržište koje će korektno transmitovati dejstvo njenih akcija kroz finansijski i ekonomski sistem.

1. POLITIKA KAMATNIH STOPA CENTRALNE BANKE

Politika diskontne stope predstavlja klasičan instrument monetarne politike. Kamatna stopa koju centralna banka zaračunava na kredite odobrene različitim zajmotražiovima, pre svega bankama, naziva se diskontna stopa. Diskonstna politika se koristi kao sredstvo kojim se utiče na promenu količine novca u opticaju, odnosno na promenu monetarnih uslova u privredi uopšte. Porast diskontne stope teži da redukuje nivo pozajmiva poslovnih banka od centralne banke, što u daljem toku utiče na smanjivanje rezervi i likvidnih sredstava banaka i obima primarnog novca (monetarne baze). Obrnuto, smanjuje diskontne stope teži da podstakne bančino pozajmiljivanje bančinih sredstava i time dovodi do povećanja kvantuma primarnog novca.

Jedan aspekt diskontne politike, kojem se u literaturi pridalo dosta pažnje, jeste efekat najave promene diskontne stope. Prilično je rašireno gledište da promene diskontne stope služe kao način na koji centralna banka komunicira sa svima za koje je promena njene politike od interesa. Na primer, ako se povećava diskontna stopa to se može protumačiti kao signal da centralna banka menja kurs u svom delovanju i da sledi restriktivniju monetarnu politiku. Međutim, u praksi razvijenih tržišnih privreda to nije tako čest slučaj. Naime, mnogo češće promene diskontne stope nastupaju kao posledica prilagođavanja politike centralne banke promenama do kojih je već došlo kod tržišnih kamatnih stopa, s namerom da se diskontna stopa dovede u odgovarajući odnos s kamatnim stopama na novčanom tržištu i za poslovne banke umanji profitabilnost pozajmljivanja sredstava preko kreditnog mehanizma centralne banke.

Kada je reč o uticaju diskontne stope na obim korišćenja kredita iz primarne misije, empirijsko iskustvo za Jugoslaviju pokazuje da ne postoji korelaciona vez između politike diskontne stope i obima bankarskih pozajmica koje se realizuju preko centralne banke. Primarna misija se povećavala u okvirima koji su bili utvrđivani projekcijom monetarne politike (a često izvan tih okvira), nezavisno od visine diskontne stope Narodne banke Jugoslavije.

U uslovima kada visina diskontne stope ne može da bude regulator korišećnja primarne misije usklađivanje nivoa diskontne stope sa stopom rasta cena (dakle, porast nivoa diskontne stope), predstavljaju svojevrstan izvor inflacije. To je bio slučaj i u Jugoslaviji. S obzirom da su poslovne banke diskontnu stopu Narodne banke Jugoslavije (ipak) uzimale kao jedan od faktora prilikom utvrđivanja svoje politike kamatnih stopa, svako povećanje diskontne stope odražavalo se u punoj meri na povećanje aktivnih kamatnih stopa poslovnih banka.

Ideja o direktnom kontrolisanju monetarne baze nisu naročito prihvatili centralni bankari u razvijenim zemljama tržišne privrede (izuzetak predstavlja Švajcarska). Rasprostranjeno je verovanje među stručnjacima u centralnim bankama da kontrola monetarne baze nije izvodljiva iz mnogih razloga.[6] Striktna kontrola

[6] Georg Rich: "Swiss abd United States Monetary Policy; Has Monetarism Failed?", Federal Reserve Bank of Richmond, economic Review, maj/juni 1987.str. 12-13.

novca, porasta kreditnih potencijala banaka i na toj osnovi obima njihovih plasmana, što može da bude propraćeno određenim snižavanjem tržišnih kamatnih stopa. Efekat operacije na otvorenom tržištu na tržišnim kamatnim stopama javlja se (razumljivo) u onim finansijskim sistemima u kojima se kamatne stope obrazuju na osnovu tržišnih odnosa ponude i tražnje sredstava.

Kod 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 koje će povući od centralne banke. Ove operacije, takođe, predstavljaju za banke koje u njima učestvuju dobrovoljne transakcije koje ne sadrže efekat skrivenog poteza, nasuprot obaveznim rezervama kod kojih taj efekat može da bude prisutan (pogotovu kad je po sredi držanje nekamatonosnih obaveznih rezervi.)

Direktan efekat operacija centralne banke s hartijama od vrednosti na primarni novac je bez odgode (kao što je već rečeno) i iznos primarnog novca koji se tim putem operacija neposredno kreira ili poništava je precizno determinisan. Iz ovog ne proizilazi da je neto efekat ovih operacija, takođe, precizno određen, s obzirom da se u tom slučaju u računu uzimaju i svi inducirani efekti (na osnovu induciranih promena nivoa kamatne stope i induciranih akcija banka u pogledu pozajmljivanja sredstava od centralne banke, odnosno otplaćivanja ranije uzetih kredita od centralne banke). U svakom slučaju centralna banka mora uvek budno da motri na ove indirektne efekte pokušavajući što je moguće tačnije da ih anticipira i prema tome, dozira svoje operacije na tržištu hartija od vrednosti.

Narodna banka Jugoslavije kraje 1989. godine uvela u regulacioni mehanizam monetarne politike operacije (kupoprodajne transakcije) na tržištu hartija od vrednosti. Za početak narodna banka Jugoslavije se opredelila za takav tip operacija koje znače prodaju (i kupovinu) vlastitih blagajničkih zapisa na tzv. primarnom tžištu posredstvom licitacija, odnosno aukcija, jer u Jugoslaviji još nije dovoljno razvijeno sekundarno tržište hartija od vrednosti.[9]

Uključivanjem centralne banke Jugoslavije u operacije s hartijama od vrednosti bilo je uklopljeno i usvojeno opredeljenje ukupne ekonomske politike da se intenzivira upotreba hartija od vrednosti kao instrumenta finansiranja. Pri tome, osnovni cilj tog uključivanja bio je da centralna banka doprinese široj upotrebi obveznice kao instrumenta finansiranja, uz istovremeno korišćenje operacija s obveznicama kao efikasnog i vrlo elastičnog instrumenta monetarnog regulisanja, kako u oblasti kretanja količine novca, tako i u oblasti regulisanja kamatnih stopa. I jedno i drugo zahteva razvijanje finansijskog tržišta, čemu Centralna banka Jugoslavije treba da da značajan doprinos.

[9] U anglosaksonskoj literaturi za transakcije centralne banke u poslovima kupovine i prodaje obveznica na primarnom tržištu posredstvom licitacija upotrebljava se izraz «open market-type operations», koji podrazumeva postojanje razvijenog tržišta obveznica (primarnog i sekundar-nog). Vidi: Barry Johnton and Odd Per Brekk, «The Development of Market-Based Instrument of Monetary Control: Issues and Reccent Experiences in Developing Countries», International Monetary Fond, Central Banking Seminar, 28. XI - 9. XII 1988, str. 1.

S E D M I D E O

HARTIJE OD VREDNOSTI I BERZANSKO POSLOVANJE

GLAVA PRVA

1. EKONOMIJA HARTIJA OD VREDNOSTI

1.1. Hartije od vrednosti

U stručnoj literaturi postoje velike razlike u shvatanjima o pojmu hartija od vrednosti. Mnogo viši stepen jedinstva u shvatanjima postoje prilikom utvrđivanja pojedinih osobina hartija od vrednosti. Razlike u shvatanjima se izražavaju uglavnom u tome koje sve osobine hartija od vrednosti su bitne i specifične i kao takve treba da budu sastavni deo pojma hartija od vrednosti.

U Zakonu o obligacionim odnosima određen je pojam hartija od vrednosti na sledeće načine:

„Hartija od vrednosti je pismena isprava kojom se njen davalac obavezuje da ispuni obavezu upisanu na toj ispravi njenom zakonitom imaocu".

Iz takvog pojma hartija od vrednosti proizilazi:

1. da je hartija od vrednosti uvek pismena izjava,
2. da hartija od vrednosti sadrži pismenu dozvolu izdavaoca,
3. da se pismena obaveza koja je uneta u hartiju od vrednosti mora ispuniti njenom zakonitom imaocu, tj. zakonitom imaocu hartija od vrednosti.

Ovakav pojam hartija od vrednosti sadrži više nedostataka, jer se u ovom pojmu ne ukazuje na sva bitna svojstva hartija od vrednosti:

1. ne ukazuje se na vrstu i prirodu obaveze izdavaoca hartija od vrednosti. Kod hartija od vrednosti se ne može raditi o svakoj vrsti obaveze, već samo o pojedinim vrstama obaveza koje su pretežno i prvenstveno imovinskog karaktera. Hartije od vrednosti mogu sadržavati, uz imovinske obaveze i neke druge obaveze, ali ne mogu bez imovinskih obaveza;
2. hartije od vrednosti mogu sadržavati pojedina ovlašćenja imaocu hartija od vrednosti koja nisu istovremeno direktne i neposredne obaveze izdavaoca hartija od vrednosti. Na primer, imaoci akcija mogu upravljati akcionarskim društvom na osnovu ovlašćenja iz akcije kao hartije od vrednosti, a ne na osnovu direktne i neposredne obaveze izdavaoca ove hartije od vrednosti;
3. jedno od bitnih svojstava hartija je vezano za veoma visok stepen formalne strogosti hartija od vrednosti, što nije navedeno u napred navedenom pojmu hartija od vrednosti. Hartija od vrednosti koja nema sve bitne elemente ne postoji jer su hartije od vrednosti strogo formalne isprave;

monetarne baze može da dovede do neprihvatljivo visokih kratkoročnih kolebanja kamatnih stopa. U većini razvijenih tržišnih zemalja poslovne banke drže minimalne iznose viškova likvidnih sredstava u obliku rezervi slobodnih novčanih sredstava. U slučajevima kada su banke izložene neočekivanom iscrpljivanju svojih rezervi likvidnih sredstava koja se prelivaju u gotov novac u rukama nebanakarskih ekonomskih subjekata, njihova pozicija likvidnosti ostaje ugrožena. Banke su prinuđene da pozajmljuju potrebna likvidna sredstva na novčanom tržištu. Pod predpostavkom da centralna banka nije spremana da poslovnim bankama nadoknadi manjkove u njihovim rezervama likvidnih sredstava doći će do porasta kamatnih stopa na tržištu novca.

Velike oscilacije kamatne stope mogu dovesti do rasta rizika finansijskog investiranja, smanjivanja stepena finansijskih intermedijera i bankrotsva pojedinih finansijskih organizacija, vodeći opštoj finansijskoj i privrednoj nestabilnosti. Zbog toga, ostvarenje stabilnih stopa rasta novčane mase moglo bi dovesti do oštrih kratkoročnih amplituda u kamatnim stopama povećavanjem rizika na finansijskim tržištima i nestabilnih kretanja u privredi.

Istorijski posmatrano centralna banka je koristila kamatau stopu kao svoj osnovni vodič. Međutim, razvojem inflatornog procesa i ugrađivanjem inflatornih očekivanja od strane ekonomskih subjekata, kamata kao bitan element klasične monetarne strategije gubi na značaju, u odnosu na monetarne i kreditne agregate. Prema tome u uslovima stabilnosti cena nosioca monetarne politike uvode kamatnu stopu direktno umesto preko promene količine novca, a za vreme inflacije transmisionu ulogu obavljaju preko ponude novca.

2. OPERACIJE CENTRALNE BANKE NA OTVORENOM TRŽIŠTU

Upotreba hartija od vrednosti (obveznica) kao instrumenta finansiranja usko je povezana tokovima kreiranja i povlačenja novca i postoji duga tradicija širokog angažovanja centralnih banka u tržišnim privredama u poslovima kupovine i prodaje vrednosnih papira (pre svega državnih), ne samo kratkoročnih, već i dugoročnih, naročito u zemljama na višem nivou privredne razvijenosti i s razvijenim finansijskim tržištem. U razvijenim tržišnim privredama, transakcije centralnih banka u poslovima prodaje i kupovine državnih hartija od vrednosti (po pravilu) predstavljaju veoma značajan instrument regulisanja količine primarnog novca i novca u cirkulaciji uopšte, kao i kamatnih stopa, a u malom broju najrazvijenijih privreda i osnovni instrument monetarne politike. Najčešći papiri koji se koriste u takvim transakcijama kupovine i prodaje jesu, pored državnih obveznica, kratkoročne hartije od vrednosti emitovane od strane same centralne banke (blagajnički zapisi centralne banke). U praksi nekih razvijenih zemalja centralne banke koriste i neke druge vrednosne papire kao predmet kupoprodajnih transakcija radi monetarnog

regulisanja vrednosne papire koje emituje subjekat privatnog sektora privrede (velikih privrednih preduzeća).

U zemljama u razvoju u kojima tržišta državnih obveznica nisu dovoljno razvijena, delokrug operacija na otvorenom tržištu uglavnom je ispunjen blagajničkim zapisima centralne banke. Kroz odgovarajuću zakonsku osnovu centralnoj banci se omogućava da emituje vlastite obveznice na tržištu i da sprovodi neposrednu kupovinu i prodaju takvih obveznica zajedno sa državnim obveznicama.

U tehničkom smislu operacije centralne banke na tržištu hartija od vrednosti obično se smatraju kao vrlo efikasan instrument monetarne politike pod uslovom da: postoji dobro organizovano i razvijeno tržište hartija od vrednosti (posebno državnih vrednosnih papira), prihvatljive širine, dubine i elastičnosti, da centralna banka raspolaže s dovoljno mogućnosti za prodaju i kupovinu hartija od vrednosti (obveznica) i da centralna banka nije opterećena uvažavanjem nekih drugih obzira u postupku ostvarivanja konkretnih ciljeva monetarne politike.

Teorijski govoreći operacije na otvorenom tržištu se preduzimaju s ciljem da se izazovu željene promene u kreditnim tokovima na makroplanu, kao i na određenu strukturu kamatnih stopa, što u daljem toku ima uticaj na opšti nivo privredne aktivnosti. I 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 beže nego variranje diskontne stope. Dok je uticaj diskontne stope indirektan (kroz promenu bančinih rokova vezanih za pribavljanje likvidnih sredstava, operacije na otvorenom tržištu pogađaju likvidnosnu poziciju banaka na direktan način. Svaka kupovina operacije centralne banke na tržištu hartija od vrednosti povećava obim primarnog novca za iznos koji je ravan vrednosti obaljene kupovine; svaka prodajna operacija smanjuje količinu ovog oblika novca. Porast ili smanjnje primarnog novca izazvano ovim operacijama centralne banke neposredno se odražava na nivo likvidnosti poslovnih banaka, (povećava ili smanjuje likvidnost banaka). Monetarna multiplikacija preuzima prenošenje inicijalnih efekata na planu likvidnosti banaka, delujući na ponudu novca u opticaju preko plasiranja slobodnih novčanih sredstava banaka, odnosno redukcije njihovih kreditnih plasmana.[7] Naravno, predpostavlja se da u celom postupku banke zadržavaju punu kreditnu sposobnost sve vreme tj. da njihov stvarni višak rezervi likvidnosti uvek odgovara njihovom željenom nivou u tom pogledu.

Pored navedenih glasnih efekata operacija centralne banke na tržištu hartija od vrednosti, postoje i propratni (dodatni) efekti koji se ogledaju kroz promene nivoa kamatnih stopa hartija od vrednosti.[8] Ukoliko centralna banka proda hartije od vrednosti na tržištu (kao izraz sprovođenja restriktivne monetarne politike), doći će do smanjivanja 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 kupi vrednosne papire (kao izraz sprovođenja ekspanzivne monetarne politike), doći će do ekspanzije primarnog

[7] Pri tome nije toliko važno da li transakcije u poslovima prodaje i kupovine hartije od vrednosti centralna banka obavlja s bankama ili nebankarskim ekonomskim subjektima. Razlika je jedino u tome što u prvom slučaju rezreve likvidnosti banaka deluje direktno, a u poslednjem indirektno.

[8] Koji su predmeti kupoprodajnih transakcija centralne banke.

4. hartije od vrednosti stvaraju ne samo izdavaocu nego i svakom dužniku po toj hartiji od vrednosti veoma strogu obavezu koja lišava dužnika mogućnosti pojedinih vrsta hartija od vrednosti, ali je ova strogost mnogo jače izražena kod svih vrsta hartija od vrednosti nego kod pismenih isprava;
5. u svakom zakonskom pojmu hartije od vrednosti nije naglašeno jedno od najvažnijih svojstava hartija od vrednosti, a to je načelo inkorporacije tj. načelo da se pravo koje je pismeno konstatovano na hartiji od vrednosti ne može ostvariti na drugi način, nego jedino upotrebo hartije od vrednosti. Načelo inkorporacije razgraničuje hartiju od vrednosti od niza drugih pismenih isprava u kojima može biti konstatovana obaveza izdavaoca prema imaocu te pismene isprave. Dok se kod drugih pismenih obaveza izdavaoca pismene isprave prema imaocu pismene isprave može ostvariti i na druge načine, kod hartija od vrednosti se ova obaveza ne može ostvariti bez hartija od vrednosti.

Napred navedene bitne osobine hartija od vrednosti, uz zakonsku definiciju hartija od vrednosti, predstavljaju pojam hartija od vrednosti. Upravo polazeći od ovakvog pojma hartija od vrednosti, hartije od vrednosti treba razlikovati od drugih pismenih isprava u pravnom prometu, a koje nemaju svojstva hartija od vrednosti.

1.2. Privredne funkcije hartija od vrednosti

Hartije od vrednosti imaju ogroman značaj u svakom društvu u kome je organizovano robno-novčano tržište. U celom svetu se oseća stalna tendencija porasta značaja hartija od vrednosti zbog sve složenijih odnosa zbog stalnog porasta vrednosti koje se nalaze u robno-novčanoj cirkulaciji.

Prvobitno je privredna funkcija hartija od vrednosti bila vezana za iznalaženje bezgotovinskih oblika plaćanja i za menjačke funkcije, tj. održavanje konstantnosti kupovne moći u određenim vrednostima, bez obzira na monetarno-valutne razlike koje postoje u pojedinim zemljama.

Ove funkcije u pogledu plaćanja su veoma značajne funkcije koje se u savremenoj privredi ostvaruju pomoću hartija od vrednosti. Platežna funkcija hartija od vrednosti je veoma složena i višestrana i zbog toga se u pravnoj teoriji raščlanjuju i razgraničava u veći broj osamostaljenih privrednih funkcija.

Hartije od vrednosti su izuzetno značajni instrumenti mobilizacije slobodnih, raspoloživih novčanih sredstava. U tom pogledu hartije od vrednosti se celom svetu. Posebne funkcije hartije od vrednosti imaju u oblasti monetarno-kreditne politike i zaštite likvidnosti u privredi. Pomoću hartija od vrednosti se mogu zadovoljiti potrebe privrede u pogledu uzajamnih plaćanja bez dodatnih novih emisija, koje ako nisu kontrolisane, često mogu biti žarište inflatornih tendencija.

Hartije od vrednosti su instrumenti kojima se zadovoljavaju raznovrsne funkcije kredita jer su istovremeno vrlo značajni kreditni instrumenti, a u vezi sa uzajamnim kreditnim odnosima, isto tako izuzetno značajni instrumenti obezbeđenja.

U ovoj oblasti robne cirkulacije hartije od vrednosti su takođe od posebnog značaja jer se pomoću njih obezbeđuje robni promet bez fizičkog prisustva robe na tržištu i na taj način se utiče na vremensko i poslovno uravnoteženje ponude i potražnje pojedinih vrsta roba na pojedinim tržištima. Ne upuštajući se detaljnije u analizu razlika u privrednim sistemima pojedinih zemalja, naročito sa aspekta privrednih funkcija i položaja hartija od vrednosti možemo j edino konstatovati da postoje razlike u shvatanjima i da postoje razlike u privrednim funkcijama pojedinih hartija od vrednosti u pojedinim zemljama. Velike razlike u shvatanjima postoje u organizaciji unutrašnjeg platnog prometa.

1.3. Bitne osobine hartija od vrednosti

Polazeći od zakonskog pojma hartije od vrednosti i od vrednosti i od upoređivanja hartija od vrednosti sa drugim pismenim ispravama u pravnom prometu, proizilaze određena dokazna, legitimaciona i inkorporaciona svojstva hartija od vrednosti. Hartije od vrednosti imaju niz drugih osobina, naročito pojedini oblici hartija od vrednosti. Nisu, međutim, sve osobine hartija od vrednosti bitne i ne moraju biti prisutne kod svake hartije od vrednosti.

Bitne osobine hartija od vrednosti, a bez kojih nema hartija od vrednosti, i koje moraju postojati kod svakog pojedinog pojavnog oblika hartije od vrednosti, su:

1. hartija od vrednosti uvek mora biti u obliku pismene isprave,
2. u hartiji od vrednosti mora uvek biti konstatovano neko imovinsko, materijalno pravo iako pored imovinskog prava u hartiji od vrednosti može biti istovremeno konstatovano i neko drugo pravo, pravo neke druge vrste. Bitno je da se u svakoj hartiji od vrednosti mora konstatovati njihovo imovinsko pravo.
3. pravo koje je konstatovano u hartiji od vrednosti ne može se ostvariti i ne može se prenositi na drugog bez istog vremenskog prenosa i posedovanja hartije od vrednosti. Ovo je načelo inkorporacije koje je jedno od bitnih načela svih pojavnih oblika hartija od vrednosti.

Hartije od vrednosti, na to upućuje i njihov naziv, uvek predstavljaju pismene isprave, tj. uvek moraju biti u pismenom obliku. Ne može da postoji hartija od vrednosti koja nije u obliku pismene isprave. Zbog toga se hartije od vrednosti smatraju formalnim pravnim poslovima, za razliku od opštih principa neformalnosti u robno-novčanom prometu. Pismeni oblik hartija od vrednosti nije jedino formalnost kod hartija od vrednosti. To su strogo formalne pismene isprave koje moraju da sadrže sve bitne sastojke, jer ako hartija od vrednosti nema te bitne elemente ne radi se o punovažnoj hartiji od vrednosti. Najčešće se za svaki pojavni oblik hartija od vrednosti utvrđuju u zakonu bitni elementi te vrste od vrednosti bez kojih se ta pismena isprava ne može smatrati hartijom od vrednosti. Često se predviđaju mogućnosti pretpostavljanja pojedinih bitnih elemenata hartije od vrednosti u cilju omogućavanja brže i sigurnije cirkulacije hartije od vrednosti. Zatim, kod hartija od vrednosti se često propisuje mesto na pismenoj ispravi na kome se pismeno konstatuju pojedini bitni elementi. Ako je taj bitni element unet u

neko drugo mesto u toj pismenoj ispravi, tj . ako nije on konstatovan na propisanom mestu često se smatra da nije ni unet u hartiju od vrednosti.

Hartija od vrednosti postaje ovakva pismena isprava kada bude izdata od strane ovlašćenog izdavaoca. Izdavaocu hartija od vrednosti mogu biti prvenstveno pojedini domaći pravni subjekti (pravna lica sa sedištem na teritoriji Srbije, Republika Srbija, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava, organizacije obaveznog socijalnog osiguranja i Narodna banka Srbije, ali isto tako i strana pravna lica, pod uslovima predviđenim zakonom. Fizička lica ne mogu biti izdavaocu hartija od vrednosti.

Svaka hartija od vrednosti mora biti izražena u određenoj valuti. Valuta se izražava u opštem elementu koji se odnosi na nominalnu vrednost hartije od vrednosti. Nominalna vrednost je iznos na koji hartija od vrednosti glasi. U vezi s tim, pravilo je da se hartije od vrednosti koje domaća pravna lica izdaju i kojima trguju u Republici Srbiji izražavaju u domaćoj valuti, tj. u dinarima. Međutim, neke hartije od vrednosti, pod uslovima predviđenim zakonom, mogu biti izražene u stranoj valuti. To se odnosi na dužničke hartije od vrednosti (obveznice i dr.). Svoju obavezu iz hartije od vrednosti koju je izdao, njen izdavalac može izvršiti isključivo u valuti koja je označena u hartiji od vrednosti.

U svakoj hartiji od vrednosti sadržana su, tj. inkorporisana određena prava na njenog imaoca, koja su istovremeno i obaveza za njenog izdavaoca. Ova prava uslovljena su u hartiji od vrednosti prilikom njenog izdavanja. Vlasnik, odnosno zakoniti imalac hartije od vrednosti istovremeno je i titular prava koja su u njoj sadržana. Prava koja su u vezi sa hartijom od vrednosti mogu sticati i njima raspolagati kako domaća tako i strana fizička i pravna lica (drukčije može biti određeno samo posebnim zakonom).

Prava zakonitih imalaca hartija od vrednosti iz tih hartija nastaju upisom hartije od vrednosti na njihov račun koji se vodi u Centralnom registru hartija od vrednosti. Svaki imalac hartije od vrednosti ima svoj poseban račun u pomenutom registru.

Hartije od vrednosti su negocijabilne (prenosive) isprave. Prenosom hartije od vrednosti istovremeno se prenose i prava koja su u njoj inkorporisana. Prenos prava iz hartija od vrednosti vrši se njenim prenosom na račun novog imaoca u Centralnom registru hartija od vrednosti. Eventualna prava trećih lica na hartijama od vrednosti stiču se i prenose upisom tih prava i njihovih korisnika na račun hartija od vrednosti zakonitih imalaca u Centralnom registru. U pogledu prenosa prava hartija od vrednosti, u principu ne postoje nikakve pravne barijere. Raspolaganje hartijama od vrednosti može biti ograničeno samo izuzetno, a to ograničenje zakonom je svedeno na dva slučaja. Prvi slučaj zavisi isključivo od imaoca hartije od vrednosti i isti nastupa kada on u pismenom obliku izjavi da se odriče raspolaganja određenim ili svim pravima koja proističu iz ove isprave, ali ne u korist drugog lica. Drugo ograničenje ne zavisi od volje zakonitog imaoca hartije od vrednosti, već nastaje kao posledica donošenja sudske odluke o zabrani raspolaganja određenim ili svim pravima na hartije od vrednosti (kako bi se omogućila naplata potraživanja i sl.). Ograničenja raspolaganja pravima iz hartija od vrednosti moraju biti upisana na račun imaoca tih hartija.

2. VRSTE HARTIJA OD VREDNOSTI

2.1. Opšta razmatranja

U robnonovčanom prometu razvijenih privreda nalazi se u opticaju veliki broj raznovrsnih hartija od vrednosti, što je, po prirodi stvari, moralo da ukaže na potrebu njihovog grupisanja radi lakše obrade njihovih različitih pravnih i ekonomskih funkcija. Kako je grupisanje svih hartija od vrednosti po određenim kategorijama uvek zavisilo od svrhe usvojene sistematizacije, to je svaka sistematika isticala svoje kriterijume. Tako su veoma često hartije od vrednosti grupisane prema vrsti inkorporiranog prava, zatim prema načinu nastajanja prava, prema dospelosti ovih isprava, prema načinu određivanja imaoca prava i sl.

Svi pojavni oblici hartija od vrednosti na osnovu različitih kriterijuma. Utvrđivanje pojedinih vrsta hartija od vrednosti ima ne samo pravno teoretski, nego i veoma značajan praktični razlog jer se na taj način omogućuje utvrđivanje opštih pravila i principa koji se primenjuju samo za pojedine vrste hartija od vrednosti, a ne za sve vrste hartija od vrednosti. Na ovaj način se ostvaruje ne samo viši stepen racionalizacije, nego se omogućuje i viši stepen pravne sigurnosti.

Postoje razni kriterijumi od kojih se polazi prilikom utvrđivanja pojedinih vrsta hartija od vrednosti. Najznačajnija su četiri sledeća kriterijuma:

1. prema načinu određivanja imaoca prava iz hartije od vrednosti treba razlikovati:
   a) hartije od vrednosti na ime, kod kojih je imalac prava uvek označen na hartiji od vrednosti;
   b) hartije od vrednosti po naredbi, kod kojih je imalac prava označen na hartiji od vrednosti, ali se imaocem prava smatra svako drugo lice koje označeni imalac prava iz hartije od vrednosti svojom naredbom odredi;
   c) hartije od vrednosti na donosioca, su hartije od vrednosti kod kojih se smatra da je imalac prava iz hartije od vrednosti svaki savesni imalac te hartije od vrednosti;
   d) alternativne hartije od vrednosti, kod kojih se imalac prava određuje na alternativni način, kombinacijom napred navedenih načina određivanja imaoca prava hartije od vrednosti;
   e) mešovite hartije od vrednosti, koje se sastoje iz dva ili više delova, a kod tih delova se na različite načine određuje imalac prava.

Treba naglasiti da je ova podela hartija od vrednosti najčešća i najmasovnija i da se najčešće primenjuje u zakonodavstvima pojedinih zemalja.

2. Prema karakteru inkorporisanog prava u hartiji od vrednosti, treba razlikovati sledeće vrste hartija od vrednosti:
   a) obligaciono-pravne hartije od vrednosti kojima je inkorporisano neko obligaciono pravo, najčešće se radi o novčanom potraživanju;
   b) stvarno-pravne hartije od vrednosti sadrže neko stvarno pravo. Prema vrstama stvarnog prava, ove hartije od vrednosti se dalje mogu podeliti na svojinskopravne i založno pravne hartije od vrednosti. Založnopravne hartije od vrednosti se dalje dele već prema tome da li se radi o pravu zaloge u vezi pokretnih stvari ili u vezi nepokretnih;
   c) hartija od vrednosti sa pravom učešća tzv. korporacioni efekti, tj. korporacione hartije od vrednosti. U svim hartijama od vrednosti je pored nekog imovinskog prava inkorporisano i pravo upravljanja i odlučivanja u pojedinim pravnim licima, i otuda i naziv ovih hartija od vrednosti. Najizrazitija hartija od vrednosti sa pravom učešća je akcija koja daje imaocu te hartije od vrednosti pravo da učestvuje u upravljanju akcionarskim društvom. Kod nas u ovu grupu hartija od vrednosti spada certifikat o udruženim novčanim sredstvima, kao jedan od oblika udruživanja rada i sredstava, na osnovu odgovarajućeg samoupravnog sporazuma o udruživanju.
3. Prema stepenu povezanosti sa osnovnim pravnim poslom zbog koga je došlo do izdavanja hartija od vrednosti i prema mogućnosti uticaja osnovnog pravnog posla na ostvarenje i prenos prava iz hartija od vrednosti razlikujemo sledeće vrste hartija od vrednosti:
   a) apstraktne hartije od vrednosti kod kojih osnovni pravni posao nije vidljiv iz hartije od vrednosti i ne utiče na ostvarenje i prenos prava iz hartije od vrednosti;
   b) kauzalne hartije od vrednosti su hartije od vrednosti koje se nalaze u pravnoj zavisnosti u odnosu na osnovni pravni posao iz koga su izdate, i to ako u pogledu ostvarivanja tako i prenosa prava iz hartije od vrednosti. Dok kauzlane hartije od vrednosti mogu biti pravičnije, apstraktne hartije od vrednosti stvaraju viši stepen pravne sigurnosti.
4. Prema načinu postanka prava iz hartije od vrednosti razlikujemo sledeće hartije od vrednosti:
   a) konstitutivne hartije od vrednosti kod kojih je bitno da izdavaoca ovih hartija od vrednosti konstituiše neko novo pravo koje je konstatovano u hartiji od vrednosti;
   b) nekonstitutivne ili deklarativne hartije od vrednosti sadrže neko pravo koje nije konstituisano izdavanjem hartija od vrednosti, nego je postojalo i prema izdavanju hartija od vrednosti, a izdavanjem hartija od vrednosti ovo pravo se jedino deklariše prema trećim licima.

2.2. Hartije od vrednosti na ime

Hartije od vrednosti na ime odlikuju se time što je ime njihovog korisnika izričito uneto u samu ispravu i tako se ostvarivanje prava iz hartije vezuje za ime lica označenog u hartiji.

Prema tome, hartije od vrednosti na ime su hartije od vrednosti u kojima je tačno označen imalac prava, a to je lice koje je označeno u hartijama od vrednosti, dok se i u toj hartiji od vrednosti, kao uostalom i kod drugih hartija od vrednosti, mora naznačiti i ime dužnika prava iz hartije od vrednosti. Kod hartije od vrednosti na ime je bitno da se iz hartije od vrednosti može odmah saznati ime, odnosno firma imaoca prava iz hartije od vrednosti. Ovo svojstvo hartije od vrednosti na ime daju visok stepen sigurnosti ovoj vrsti hartije od vrednosti jer se sprečava ostvarivanje prava iz hartije od vrednosti od strane neovlašćenog, ali s druge strane ova vrsta hartija od vrednosti ima osnovnu negativnu stranu da se dosta teško prenosi tj. da je otežana cirkulacija hartija od vrednosti na ime. Upravo zbog toga se u pojedinim zakonskim propisima na osnovu izričitih zakonskih pravila pojedine hartije od vrednosti na ime mogu prenositi indosamentom, tj. na isti način na koji se prenose i hartije od vrednosti po naredbi, a ne samo cesijom koji je osnovni oblik prenosa hartija od vrednosti na ime.

Izdavanje hartije od vrednosti na ime predstavlja, u stvari, pismenu izjavu izdavaoca kojom se on obavezuje na određenu činidbu izričito označenom korisniku ove hartije od vrednosti. Time je očigledno, izražena želja izdavaoca takve hartije da zadrži kao poverioca ono lice kome je i izdao hartiju od vrednosti. Tipičan predstavnik ove vrste hartije od vrednosti je certifikat ili potvrda o deponovanim sredstvima koju izdaje banka svom deponentu, a zatim štedna knjižica i založnica.

Kao i kod hartije na donosioca, potraživanja iz hartije od vrednosti na ime vezano je za samu hartiju, ali s tom razlikom što se zakonitim imaocem hartije od vrednosti na ime smatra lice na koje takva hartija od vrednosti glasi. Prema tome, da bi imalac takve hartije mogao da vrši pravo potraživanja iz hartije, mora da poseduje hartiju i da dokaže da imalac isprave i ime označeno na hartiji predstavljaju jedno isto lice, znači, da je zakoniti imalac. Zakon, međutim, dozvoljava da ispunjenje potraživanja može da zahteva i lice koje ovlasti zakoniti imalac, njegov punomoćnik.

Prenos hartija od vrednosti na ime je znatno otežan u odnosu na druge hartije od vrednosti i to je negativna strana hartija od vrednosti na ime jer im je umanjena cirkulativnost, tj. prenosivost. To, međutim, ne znači da se hartije od vrednosti na ime ne mogu prenositi. Prenos hartije od vrednosti na ime se ostvaruje putem ustupanja (cesije) potraživanja u skladu sa opštim principima i načelima o cesiji.

U slučaju prenosa hartije od vrednosti na ime cesijom, na hartiji od vrednosti će se konstatovati da se radi o cesiji a isto tako ime odnosno naziv novog imaoca hartije od vrednosti na ime. Sve ove klauzule raniji imalac hartije od vrednosti na ime treba da potvrdi svojim potpisom na samoj hartiji od vrednosti i da preda hartiju od vrednosti njenom novom imaocu. Na ovaj način je izvršen prenos ne samo prava iz hartija od vrednosti na ime, nego i prenos prava na hartiju od vrednosti na ime.

2.3. Hartije na donosioca

Hartija na donosioca ne sadrži označenje imena njenog vlasnika, već se svaki savesni imalac takve hartije smatra nosiocem prava označenog u hartiji. Takva hartija od vrednosti raspoznaje se po tome što u svom tekstu sadrži označenje „plativa donosiocu".

Prilikom utvrđivanja pojma hartija od vrednosti bilo je reči da ove isprave inkorporiraju neko pravo, da postoji sjedinjenost hartije i prava 164 označenog u hartiji, što upućuje na zaključak da nosilac prava na hartiju, koja glasi na donosioca, stiče pravo iz hartije. U tom smislu i Zakon o obligacionim odnosima, regulišući pitanje kome pripada pravo iz hartije od vrednosti, ističe da je „potraživanje iz hartije od vrednosti vezano za samu hartiju i pripada njenom zakonitom imaocu" . A kao „zakoniti imalac hartije od vrednosti na donosioca smatra se njen donosilac".

Hartijeod vrednostinadonosiocaodlikuju se velikom cirkulacionom sposobnošću, jer jednostavno i bez posebnih formalnosti mogu da menjaju „zakonite imaoce" - svaki donosilac takve hartije smatra se zakonitim imaocem sa svim ovlašćenjima na ostvarivanje prava inkorporiranog u hartiji prema njenom izdavaocu. Štaviše, ostvarivanje prava svakog imaoca hartije od vrednosti na donosioca pomenuti zakon je zagarantovao i za slučaj da je takva hartija od vrednosti „izašla iz ruke njenog izdavaoca, odnosno njenog ranijeg imaoca i bez njegove volje".

Pored već naglašenog svojstva ove hartije da je njen imalac formalno legitimisan samim posedovanjem hartije i da dužnik, prema tome, nema obavezu da ispituje ni formalnu ni materijalnu legitimaciju (odgovoran je samo ako prilikom isplate postupi zlonamerno ili sa velikom nemarnošću), valja istaći da hartije od vrednost na donosioca spadaju u prezentacione papire i to bez obzira da li je ili nije uneta prezentaciona klauzula. To praktično znači da se radi vršenja inkorporiranog prava ove hartije moraju da podnesu ili prezentiraju i, kada dužnik izvrši isplatu označenog iznosa, zadržava hartiju kao dokaz o izvršenju obaveze.

Izdavalac hartije od vrednosti na donosioca ili po naredbi može, na zahtev i o trošku imaoca hartije, da promeni takvu hartiju od vrednosni papir na ime. Na isti način, ali pod uslovom da nije ranije istaknuta zabrana, izdavalac može da promeni hartiju od vrednosti na ime u vrednosni papir koji glasi na donosioca ili u hartiju po naredbi.

2.4. Hartije od vrednosti po naredbi

Hartije od vrednosti po naredbi moraju, takođe, da sadrže ime korisnika, ali oznaku korisnikovog imena prati i klauzula „po naredbi". Očigledno je da je potraživanje iz ove hartije od vrednosti vezano za samu hartiju i da pripada licu označenom u hartiji, ali zahvaljujući klauzuli „po naredbi", to pravo iz hartije pripada i svakom drugom licu na koje je uredno preneta takva hartija. Prema tome, kao zakoniti imalac hartije po naredbi smatra se i lice na koje je prethodni imalac izvršio prenos svojom izjavom o prenosu (indosamentom).

Zahvaljujući svojoj osobenoj zaštitnoj sposobnosti od nesavesnih držalaca, hartija od vrednosti po naredbi je utoliko više pokazala pogodnosti za prenos prava sa jednog na drugog zakonitog imaoca. Otuda neke hartije od vrednosti imaju svojstvo hartije po naredbi na osnovu samog zakona (na primer, menica), iako pored imena korisnika ne stoji klauzula

„po naredbi" (podrazumeva se da zabrana prenosa indosamentom može oduzeti ovu cirkulacionu sposobnost unošenjem klauzule „po naredbi").

Izdavanje hartije od vrednosti po naredbi smatra se izvršenim kad njen izdavalac preda potpisanu hartiju njenom korisniku. Taj momenat označava i trenutak nastanka obaveze iz hartije od vrednosti. S druge strane, vršenje prava iz takve hartije vezuje se za samu hartiju i pripada njenom zakonitom imaocu.

Kao i kod drugih hartija od vrednosti, i u hartiji po naredbi može izdavalac, na zahtev i o trošku imaoca hartije, promeniti u hartiju na ime. I obrnuto: ako ne postoji izričita zabrana, izdavalac hartije na ime može je na zahtev izdavaoca promeniti u hartiju od vrednosti po naredbi.

2.5. Druga razvrstavanja hartija od vrednosti

Hartije od vrednosti po naredbi se prenose indosamentom. Prenos indosamentom hartija od vrednosti po naredbi predstavlja , u stvari, određivanje novog imaoca hartije po naredbi, naredbom ranijeg imaoca te hartije od vrednosti. Indosamentom raniji imalac hartije od vrednosti po naredbi svojom naredbom koja se stavlja na poleđini hartija od vrednosti određuje novog imaoca hartije od vrednosti po naredbi. Novi imalac hartije od vrednosti po naredbi može daljim indosamentom odrediti novog imaoca te hartije od vrednosti. Indosamentom se prenose prava iz hartije od vrednosti po naredbi i pravo na hartiju od vrednosti po naredbi.

Indosament je pismena izjava zakonitog imaoca hartije od vrednosti po naredbi koja se stavlja na poleđini te hartije od vrednosti i kojom on svojom naredbom prenosi prava iz hartije od vrednosti i pravo na hartiju od vrednosti na neko drugo lice koje na taj način postaje imalac hartije od vrednosti po naredbi.

Razvrstavanje hartija od vrednosti po drugim kriterijumima - Hartije prema prirodi inkorporiranog prava grupišu se u tri vrste: obligacionopravne, stvarnopravne i hartije sa pravom učešća.

Obligacionopravne hartije su takvi vrednosni papiri čiji sadržaj upućuje njihove imaoce na vršenje prava potraživanja prema dužniku. Prema ovom kriterijumu u ovu vrstu hartija od vrednosti spadala bi, na primer, menica, ček, obveznica na donosioca, kreditno pismo i sl.

Stvarnopravne hartije se odlikuju time što u sebi sadrže neko stvarno pravo, kao što je pravo svojine ili pravo zaloga. Pošto se ovo pravo najčešće odnosi na pokretne stvari, onda su tipični predstavnici ovih hartija od vrednosti skladišnica i konosman.

Hartije sa pravom učešća su karakteristične za promet akcijskog kapitala koje svom imaocu daju pravo na zahtevanje kamate i dobiti (dividende) od akcionarskog

društva, a zatim i pravo na učešće u upravljanju takvim pravnim licem koje je emitovalo akcije.

Hartije od vrednosti prema načinu nastajanja prava inače sadržanog u hartiji, razlikuju se prema tome da li je pravo iz hartije nastalo u trenutku izdavanja takve isprave ili je ono već postojalo i pre njenog izdavanja. S obzirom na to što izdavanje hartije stvara pravo, takve isprave nazivaju se konstutivne hartije, na primer, menica, dok su ove druge nekonstutivne, na primer, konosman i skladišnica.

Hartije od vrednosti mogu da se klasifikuju i prema njihovoj dospelosti. Prema tome, hartije sa tačno označenim danom dospelosti činile bi grupu hartija sa određenim rokom, na primer, menica kao instrument obezbeđenja plaćanja, zatim hartije po viđanju ili a vista (na primer, ček) i, najzad, hartije čija dospelost ne mora da se označava rokom za izvršenje obaveze (na primer, obveznice).

3. PRENOS HARTIJA OD VREDNOSTI

3.1. Pravila o prenosu hartija od vrednosti

Za sve navedene hartije od vrednosti karakteristično je da se pravo iz hartije na određeni način može preneti.

Opšta pravila o prenosu hartija od vrednosti sadržana su u Zakonu o obligacionim odnosima, i to u čl. 241-249. U ovim odredbama regulisan je: prenos prava iz hartije na donosilaca; prenos prava iz hartija na ime; prenos prava iz hartije po naredbi; vrste indosamenta; prenos punomoćja i prenos za zalogu; dokazivanje zakonitosti prenosa i zabrana prenosa.

Prenos prava iz hartije na donosioca - U hartiji od vrednosti koja glasi na donosioca imalac prava (korisnik) nije imenovan izričito, tako da se svaki imalac takve isprave smatra korisnikom hartije. Nastaju na dva osnovna načina: unošenjem klauzule: „plativo donosiocu" (ili neke druge odredbe sa istim značenjem) i sticanjem svojstva hartije na donosioca na osnovu zakonskih propisa. Hartija od vrednosti na donosioca prenosi se najlakše od svih hartija od vrednosti. Za punovažan prenos ovih isprava dovoljna je obična predaja hartije iz ruke u ruku.

Prenos prava iz hartije na ime - Prenos prava iz hartije od vrednosti na ime prenosi se cesijom. Posebnim zakonom može biti određeno da se pravo iz hartije od vrednosti može prenositi indosamentom.

Prenos prava iz hartije po naredbi - Prema članu 243. Zakona o obligacionim odnosima, pravo iz hartije od vrednosti po naredbi prenosi se indosamentom. Iz njegovih odredaba proizilazi da su hartije po naredbi isprave kod kojih se kao imalac prava pojavljuje neko lice izričito označeno u samoj ispravi, ali je tom

licu istovremeno data mogućnost da svojom naredbom odredi neko treće lice kao korisnika isprave. Ova vrsta hartije se lako prenosi, i to indosiranjem, tj. stavljanjem određene klauzule o prenosu (ili samo potpisa prenosioca) na poleđini isprave. Na osnovu indosiranja novi imalac isprave stiče pravo na hartiju dok pravo iz hartije automatski sledi pravo na hartiji.

3.2. Prenos putem indosamenta

Vrsta indosamenta - Indosament može biti puni, blanko i na donosioca s tim da indosament na donosioca važi kao blanko indosament. Puni indosament predstavlja redovan oblik indosamenta. On se odlikuje time što sadrži izjavu o prenosu i firmu, odnosno naziv ili ime lica na koje se pravo iz hartije od vrednosti prenosi (indosatar) i potpis prenosioca (indosant), a može da sadrži i druge podatke (mesto, datum i dr.). Blanko indosament sadrži samo potpis indosanta. U slučaju prenosa na donosioca umesto imena indosatara stavlja se reč „donosiocu". Ništav je delimični indosament (član 244. ovog zakona).

Kao blanko indosamenta, saglasno Zakonu o obligacionim odnosima, postoji samo potpis indosanta, a bitno je da ne sadrži ime indosatara. U novije vreme hartije od vrednosti sve češće se prenose putem blanko indosamenta, jer na taj način novi imalac može lakše vršiti dalje prenošenje, te je njegov položaj povoljniji nego kod drugih indosamenta. Putem blanko indosamenta hartija od vrednosti po naredbi pretvorena je u hartiju na donosioca. Činjenica je da to ubrzava promet što se može uzeti kao prednost ovakvog načina prenošenja prava iz hartije. Međutim, kod pojedinih hartija od vrednosti, na primer kod menice, nedostatak blanko indosamenta je u činjenici da se mnogi učesnici oslobađaju obaveze i time ni malo ne doprinose garancijskoj snazi ove hartije od vrednosti po naredbi.

Razlozi za potpisivanje da je ništav delimičan indosament su praktične prirode. Naime, hartija od vrednosti je prezentaciona isprava. Imalac hartije od vrednosti ne može da zahteva od izdavaoca hartije da ispuni obavezu upisanu na hartiji ako mu nije podneo hartiju. U konkretnom slučaju, ako bi bio dozvoljen delimični indosament, indosantu bi trebalo dati pravo da, i posle delimičnog prenosa prava iz hartije na indosatara, zadrži hartiju. U takvoj situaciji postavlja se pitanje kako bi indosatar vršio onaj deo prava koja je na njega indosant preneo delimičnim indosamentom. I njemu je za vršenje prava neophodna hartija.

Ako je prenos prava iz hartije od vrednosti po naredbi izvršen istovremeno na više lica svi takvi indosatari pojavljuju se kao solidarni poverioci. Dužnik ispunjava obavezu samo onom licu koje mu hartiju prezentira. Podsetimo se na to da se kod hartija od vrednosti načelo inkorporacije ogleda u tome što su prava iz hartije tesno povezana sa posedovanjem isprave. Ovo načelo ukazuje da hartije od vrednosti spadaju u tzv. prezentacione isprave, jer poverilac (imalac) hartije može da realizuje svoje potraživanje samo ako hartiju prezentira (podnese) dužniku.

Prenos punomoćja i prenos za zalogu - Hartija od vrednosti može se preneti kao prenos punomoćja, odnosno kao prenos za zalogu. Kod prenosa punomoćja stavlja se klauzula „vrednost u punomoćju", a kod prenosa za zalogu „vrednost za zalogu" ili slično (član 245. Zakona o obligacionim odnosima).

Imalac hartije od vrednosti koja glasi po naredbi ili na ime može ovlastiti neko drugo lice da za njega izvrši neke pravne radnje iz hartije ili da vrši sva prava koja iz navedenih isprava proističu. U tu svrhu izdaje mu punomoć na samoj hartiji prenosom hartije na njega sa klauzulom (napomenom) u indosamentu „vrednost u punomoćju", odnosno unošenjem ove klauzule u izjavu o cesiji. Takav prenos naziva se punomoćnički (prokura) prenos. Indosant hartije od vrednosti po naredbi i cedent hartije od vrednosti na ime ostaju vlasnici hartije, a prokura indosatar (punomoćnik) i prokura cesionar (punomoćnik) hartiju mogu preneti na drugog samo kao prenos punomoćja (videti član 247. Zakona o obligacionim odnosima). Klauzula „vrednost u punomoćju" unosi se u indosament i kada se vrši prenos hartije na ime ako je posebnim zakonom propisano da se može prenositi indosamentom. Ova klauzula uneta u indosament ili u izjavu o cesiji legitimiše prezentanta hartije, na primer, da on ne zahteva ispunjenje obaveze iz hartije od vrednosti za sebe nego za drugoga (indosanta ili cedenta). Ova vrsta prenosa nije moguća kod hartija od vrednosti na donosioca, jer prava iz hartije od vrednosti na donosioca vrši se prostom predajom, bez ikakvih ubeležavanja na hartiji.

3.3. Razlike između indosamenta i cesije

Osnovni oblik prenosa hartije od vrednosti na ime je cesija, a osnovni oblik prenosa hartija od vrednosti po naredbije indosament. Između indosamenta i cesije značajne razlike u pogledu pravnog dejstva i pravnih posledica ovakvih različitih oblika prenosa hartija od vrednosti.

U znatno povoljnijem položaju je poverilac koji je stekao hartiju od vrednosti indosamentom, jer je on stekao ono pravo koje je konstatovano na hartiji od vrednosti, dok poverilac kod cesije može steći samo ona prava koja je prethodnik imao, a to je često nepoznato i neizvesno jer zavisi u velikoj meri od subjektivnih svojstava pravnog odnosa između prethodnog poverioca i dužnika. Upravo zbog toga je indosament mnogo češći oblik prenosa hartija od vrednosti, a za pojedine hartije od vrednosti na ime u našem pozitivnom pravu izričito je predviđeno da se mogu prenositi ne samo cesijom nego indosamentom.

Kod indosamenta u načelu prava imaoca hartije od vrednosti su samostalna i nezavisna i nisu ni od kakvog uticaja pravni odnosi između drugih indosanata i indosatara. Prema takvom poveriocu se mogu isticati samo oni prigovori koji su zasnovani na nedostacima te hartije od vrednosti, kao na primer da je ta hartija od vrednosti falsifikovana, da je ta hartija od vrednosti bez svih elemenata, kao i druge slične prigovore, u skladu sa članom 246. Zakona o obligacionim odnosima. Samostalnost i nezavisnost prava indosatara znači i to da se prema ovome licu mogu isticati i oni prigovori koji su se mogli isticati prema ranijim imaocima te hartije od vrednosti. Međutim, između indosanata i indosatara kod istog indosamenta mogu se isticati prigovori lične prirode koji su zasnovani na osobinama njihovog ličnog pravnog odnosa. Sva ova pravila su zasnovana na pretpostavci savesnosti, a to znači da se ova pravila o samostalnosti i nezavisnosti prava indosatara jedino primenjuju onda kada je on savestan. Ako je on znao ili morao znati da ta prava nije imao njegov prethodnik i da je prethodnik nesavesno postupio da bi izbegao prigovore

prema sebi ili na neki drugi nesavestan način, i ti subjektivni prigovori su se mogli isticati prema nesavesnim imaocima te hartije od vrednosti. Ovo pravilo je izričito predviđeno Zakonom o obligacionim odnosima.

Suštinska razlika između indosamenta i cesije je u tome što se indosamentom prenose prava koja su konstatovana na hartiji od vrednosti, dok se cesijom prenose samo ona prava koja je prethodnik imao. Naime, kod cesije cedent, tj. prenosilac može preneti na cesionara, tj. novog imaoca hartije od vrednosti, samo ona prava koja je cedent imao prema cesusu, tj. dužniku iz te hartije od vrednosti. S druge strane, dužnik kod cesije može prema imaocu hartije od vrednosti da ističe sve one prigovore koje je mogao da ističe i prema prethodnom imaocu te hartije od vrednosti, tj. cedentu.

Razlike između cesije i indosamenta postoje i u pogledu položaja kasnijih dužnika kod te hartije od vrednosti. Cedent nije solidarni dužnik sa kasnijim dužnicima na osnovu te hartije od vrednosti, dok je indosant solidarni dužnik sasvim kasnijim indosantima. To znači da cedent odgovara jedino cesionaru, dok indosanti odgovaraju svim kasnijim imaocima te hartije od vrednosti. Između indosanata kasnije dolazi do prevaljivanja obaveze iz hartije od vrednosti i to u celini bez srazmernog umanjenja te obaveze. Postoji mogućnost da se indosant oslobodi obaveze prema kasnijim imaocima te hartije od vrednosti. I tada uindosament unosi klauzulu „bez obaveze" ili „bez odgovornosti". Ove klauzule oslobađaju indosanta jedino obaveze prema kasnijim imaocima te hartije od vrednosti, ali ga ne oslobađaju i ne mogu osloboditi obaveze prema indosataru na koga je preneo pravo na hartiju od vrednosti i pravo iz hartije od vrednosti.

4. POJEDINI POJAVNI OBLICI HARTIJA OD VREDNOSTI

4.1. Menica

Menica je hartija od vrednosti izdata u propisanoj formi, kojom jedno lice izdaje nalog drugom licu da u određenom vremenu i na određenom mestu isplati, označenu sumu novca licu imenovanom u tom pismu (ili po njegovoj naredbi) obavezujući se i samo da je isplati, ako to ne učini lice kome je nalog upućen.

Navedeni momenti bliže objašnjavaju jednu vrstu menice, poznatu pod imenom trasirana (vučena) menica kod koje se obavezno javljaju tri lica: prvo lice koje daje nalog za plaćanje, ili trasant; drugo lice kome se upućuje naredba za plaćanje, ili trasat; treće imalac menice, ili remitent.

Druga vrsta menice je sopstvena menica. Ona se razlikuje od trasirane menice po tome što se njen izdavalac (trasant) sam obavezuje da će u određeno vreme i na određenom mestu isplatiti označenu sumu novca licu imenovanom u menici (remitent), ili po njegovoj naredbi. Prema tome, sopstvena menica sadrži označenje dva lica; izdavaoca menice (trasat se ne pojavljuje) i imaoca menice ili korisnika (remitent).

Menično pravo je priznalo menično-pravna svojstva sopstvenoj menici, pa se, prirodno, na nju primenjuju odredbe o trasiranoj menici iz Zakona o menici koji je izvor prava za ovaj pravni institut. Jedina ograda bila bi u tome što se prilikom primene mnogobrojnih odredbi po trasiranoj menici mora prethodno proveriti da nije takva primena suprotna prirodi sopstvene menice. Usvajajući stav o načelnoj jednakosti trasirane i sopstvene menice naš Zakon predviđa da se na sopstvenu menicu ne primenjuju odredbe o bitnim sastojcima trasirane menice, zatim o odgovornosti trasata, o prezentaciji na akcept trasirane menice, o protestu i regresu zbog delimičnog akcepta, o intervenciji zbog neakceptiranja i, najzad, o duplikatima trasirane menice o kojima ćemo kasnije detaljnije govoriti.

U pravnoj doktrini sporno je pitanje pravne prirode menice. O tome postoje brojne teorije među kojima treba izdvojiti tri: ugovornu, emisionu i kreacionu teoriju.

Ugovorna teorija je najstarija i danas ima najmanje pristalica. Po njoj, menica je isprava kojom se potvrđuje ugovor o razmeni novca koji je zaključen između izdavaoca i prvog imaoca menice. Shvatanje menice kao ugovora o razmeni izraslo je iz prvobitne uloge menice kada je menica služila kao sredstvo razmene novca. U novije vreme, ugovorna teorija je dobila novo značenje. Prema njoj, menica je ugovor između dva lica; lica koje predaje i lica koje prima menicu. Trenutak predaje menice primaoca označava i trenutak nastanka menične obaveze.

Emisiona teorija ističe da je menica jednostrani pravni posao nastao ne samom činjenicom stvaranja menice već i njenim izdavanjem (emisijom), tj. menica će imati pravno dejstvo tek njenim puštanjem u promet, odnosno predajom trećem licu.

Kreaciona teorija polazi od shvatanja da se menična obaveza zasniva jednostranom izjavom volje koja se manifestuje stavljanjem potpisa na menicu. Razlika između teorije emisije i kreacione teorije sastoji se u tome što prema misionoj teoriji menica mora biti stavljena u promet da bi proizvela pravno dejstvo, dok prema kreacionoj teoriji menična obaveza je nastala samim stvaranjem menice. U doktrini je kreaciona teorija najviše prihvaćena teorija u pravnoj prirodi menice.

Menica se pojavila u XII veku u Italiji. Svakako da su menicu izazvali trgovina i robni promet uopšte. Pored toga, na razvitak menice uticale su nesređene društvene prilike feudalizma. U tom periodu nije postojala pravna bezbednost ličnosti i imovine, pogotovu putnika. Tako je nađen način da se obezbede pošiljke gotovog novca. Umesto da sa sobom nosi novac, trgovac je u svom mestu polagao kod kampsora (menjača) sumu novca na ime koje je dobio pismeno adresovano na menjačevog korespodenta, u mestu kuda je trgovac odlazio. U ovom pismenu menjač je nalagao svom korespondentu da isplati imaocu pismena sumu novca čiju je protivvrednost menjač već primio. S obzirom da se najčešće radilo o razmeni

jedne vrste novca za drugu, to je menica bila sredstvo razmene novca. Na to ukazuje i sam njen naziv. Vremenom uloga i funkcija menice su se menjali. U savremenom pravu menica je sredstvo kreditiranja. Pored toga, ona služi i kao sredstvo za obezbeđenje poverioćevih potraživanja (kod bankarskih garancija i kredita npr.). Ponekad menica ima i ulogu sredstva plaćanja kako u međunarodnom tako i u unutrašnjem platnom prometu.

Po svojoj prirodi i funkciji menica je dobila međunarodno obeležje i postala značajan faktor u međunarodnom privrednom životu. To je izazvalo potrebu da se izvrši unifikacija menice, što je i učinjeno 1930. godine u Ženevi kada je doneta tzv. Ženevska konvencija o jednoobraznom Zakonu o trasiranoj i sopstvenoj menici. Naša država je prihvatila ovu konvenciju.

4.2. Osobine menice

Menica ima više karakterističnih osobina, od kojih ističemo: menični formalizam, inkorporiranost, meničnu strogost, solidarnost i samostalnost menične obaveze.

Menični formalizam - Važnost ove menične osobine vidi se već u tom što je Zakon o menici unapred propisao formu u kojoj se daju menične izjave, određujući neizmenljive uslove u kojima nastaje ili prestaje menično-pravni odnos. To znači da menica mora da sadrži sve one sastojke koji su tim zakonom predviđeni kao obavezni, uključujući, svakako i činjenicu da je menica samo i isključivo pravni akt.

Najpre, zakonodavac je u članu 1. Zakona o menici (trasirana) pred-video da menica mora da sadrži osam sastojaka bitnih za njeno postojanje. U protivnom takva hartija nema menično-pravno dejstvo. Drugi momenat sadržan u načelu meničnog formalizma odnosi se na menicu kao pismeni pravni posao. Ova osobina menice sastoji se u tome što menična izjava ne može ni u kom slučaju da proizvodi pravno dejstvo ako nije data pismeno.

Inkorporiranost - Već sam naziv (inače nastao od latinskih reči corpus - telo, Incorporare - sjediniti, spojiti), objašnjava ovu meničnu osobenost. Zapravo, inkorporiranost bi u ovom slučaju značila da sve menične izjave zajedno sa meničnim pismenom čine jednu nedeljivu celinu. Ova menična osobenost sadrži u sebi dva značajna momenta: jedan, koji govori o tome da menična izjava data van meničnog pismena ne proizvodi menično pravno dejstvo i, drugi, da menični poverilac ne može ostvariti svoje pravo ako ne podnese dužniku i samu menicu.

Menična strogost - Zahvaljujući ovoj osobini, menica je postala jedan od najsigurnijih instrumenata kreditiranja i plaćanja.

Formalno-pravni smisao menične strogosti vidi se, najpre, u daleko većoj strogosti rokova (ne samo za dužnika već i za poverioca) nego što je to kod građansko-pravnih obaveza, zatim u skraćenom i brzom meničnom postupku u kome se platni nalog donosi na osnovu onoga što proizilazi iz meničnog pismena bez saslušavanja dužnika, pa čak i bez mogućnosti isticanja mnogih prigovora koji su, inače, u redovnom sudskom postupku dozvoljeni. No, njena strogost se manifestuje

i u apstraktnosti menično-pravne obaveze. Stavljanjem potpisa, jednostrane izjave na menici, nastaje obaveza dužnika da isplati naznačenu sumu, bez obzira da li je potpisivanju prethodilo, ili nije neko pokriće ili ispunjenje obaveze poverioca.

Menična solidarnost - Pod meničnom solidarnošću podrazumeva se solidarna odgovornost svih potpisnika menice zajedno i svakog pojedinačno prema imaocu ove hartije od vrednosti. Radi naplate duga, znači, imalac menice je ovlašćen da traži naplatu menice od bilo koga potpisnika, ili od svih zajedno. Međutim, jedna od specifičnosti menične solidarnosti je i u tome što se samo akceptant (kod trasirane menice) ili izdavalac sopstvene menice javlja kao glavni dužnik, a ostali menični potpisnici odgovaraju tek u slučaju ako glavni dužnik odbije da isplati menicu u roku dospelosti.

Samostalnost menične obaveze - Menična izjava, potpis jednog lica, kojim potpisnik prihvata obaveze iz menice, procenjuje se nezavisno od potpisa drugih lica. To praktično znači da, u slučaju lažnog potpisa nekog lica ili poslovno nesposobnog lica na menici svi drugi obveznici, čiji su potpisi ispravni, ostaju u obavezi.

4.3. Elementi menice

Elementi menice se klasifikuju na bitne i nebitne elemente. **Bitni elementi** su oni elementi bez kojih menica ne može punovažno postojati. Prema našem Zakonu o menici, bitni elementi menica su:

- Označenje daje menica data u samom meničnom slogu;
- Bezuslovno obećanje izdavaoca da će platiti sumu na koju glasi menica (sopstvena menica) ili bezuslovan nalog trasatu da menicu plati (trasirana menica);
- Ime lica koje treba da plati (trasat). U sopstvenoj menici sam trasant obavezuje se da plati menicu;
- Označenje dospelosti. Dospelost u menici može se označiti na četiri načina. Tako, postoje menice izdate na određeni dan (datumske menice, na primer „6. decembra 2007. godine platite", na određeno vreme od dana izdavanja (na primer „za dva meseca od danas", po viđenju (bez oznake dana plaćanja) i na određeno vreme po viđenju (na primer „za osam dana po viđenju platite"). Menica se ne može podnositi na plaćanje pre određenog roka, niti je menični dužnik obavezan da menicu isplati pre njene dospelosti. Ako bi rok dospelosti bio označen na neki drugi način, menica bi bila ništava;
- Mesto gde treba platiti. Ali, ako mesto plaćanja nije u menici označeno kao mesto plaćanja uzima se mesto koje stoji pored trasatovog (trasirana menica), odnosno trasantovog imena (sopstvena menica). U pogledu mesta plaćanja važi sledeće pravilo: mesto plaćanja mora biti označeno u geografskom smislu. To je obično mesto prebivališta dužnika. Međutim, postoje i tzv. domicilarne menice. Razliku se prava i neprava domicilirana menica. Kod prave domicilirane menice mesto plaćanja je drugo mesto, a ne mesto gde živi dužnik. U tom slučaju plaćanje vrši treće lice koje se pojavljuje u ulozi dužnikovog blagajnika. To lice ne dolazi u red meničnih obveznika. Kod neprave

domicilirane menice plaćanje je u mesto prebivanja dužnika, ali u nekom lokalu ili kod drugog lica, a ne u dužnikovim prostorijama, odnosno sedištu;

- Mesto izdanja menice;
- Datum izdanja menice;
- Ime poverioca menice (remitenta) kome ili po čijoj naredbi treba platiti meničnu svotu;
- Menična svota. Ona mora biti izražena u novcu koje je zakonsko sredstvo plaćanja u zemlji i napisana slovima. Ako postoji više svota napisanih ciframa i slovima, važi svota napisana slovima. Ako su iznosi svota različiti važi najmanja svota;
- Potpis izdavaoca menice (transanta).

Menica kojoj nedostaje neki od navedenih elemenata ne važi. Ipak, neki od tih elemenata su pretpostavljeni bitni elementi, tj. uzima se da postoje iako nisu direktno naznačeni ukoliko su ispunjeni određeni uslovi. Tako, ako dospelost u menici nije označena, uzima se da je u pitanju menica po viđenju. Ako mesto izdanja menice nije naznačeno kao mesto izdanja smatra se mesto navedeno pored trasantovog imena. Ali, ako pored trasantovog imena nema mesta, menica neće važiti jer joj nedostaje jedan bitni element. Mesto plaćanja je, takođe, pretpostavljeni bitni elemenat. Ako nije u menici navedeno, kao mesto plaćanja uzima se mesto koje se nalazi pored trasatovog imena (kod trasirane menice) ili pored trasantovog imena (kod sopstvene menice). U nedostatku oznake mesta pored imena glavnog dužnika, menica se smatra nevažećom.

Nebitni elementi menice. Pored tih elemenata, menica može imati i nebitne elemente. Osnovno njihovo obeležje sastoji se u tome što oni ne moraju biti uneti u menicu. Bez njih menica važi. Ali, ako su već uneti u menicu, oni proizvode određeno menično pravno dejstvo:

- Iznos menične svote napisan cifrom u gornjem desnom uglu menice;
- Izrazi „platite za ovu prvu, itd. menicu". Izraz „prva, druga itd." su nebitni elementi. Oni označavaju da je menica umnožena u više primeraka, odnosno da se može umnožiti. Ova napomena (prva, druga, treća, itd. menica), značajna je za trasata. On treba da potpiše samo prvi primerak menice. Ako bi potpisao sve primerke onda odgovara po svima tj . dužan je da isplati onoliko primeraka koliko je potpisao. Izdavalac menice može zabraniti umnožavanje menice. On to čini izrazima: „...platite za ovu jednu menicu..." ili „...platite za ovu solo menicu...";
- Kasatorna klauzula: „...platite za ovu prvu, a ne i za ostale menice...". Ovom klauzulom određuje se da isplatom jednog primerka, ostali primerci menice gube značaj;
- Izrazi: „vrednost primljena u gotovu" ili „vrednost primljena u robi", označavaju pravno poreklo trasantove obaveze prema remitentu;
- Izrazi: „...stavite istu u račun bez izveštaja", odnosno „...stavite istu u račun sa izveštajem", predstavlja uputstva za trasata. U pravnom slučaju, trasat može da primi (akceptira) menicu ne čekajući izveštaj od trasanta. U drugom slučaju, trasat ne treba da akceptira menicu dok ne dobije obaveštenje od trasanta. U suprotnom, snosiće sam sve

eventualne štetne posledice;

- Označenje nekih lica u menici kao indosanata, indosatora, avalista, domicilijanta (lice koje označuje drugo lice koje će menicu platiti), domicilijata (lice koje isplaćuje na njega domiciliranu menicu), instrumentalnih svedoka (lica koja potvrđuju na menici da je izvesno lice postalo menični obveznik, ali zbog svojih nedostataka: slepilo, nepismenost, ne može da se na menici potpiše), punomoćnika, kopista (lice koje pravi kopiju menice i pušta je u promet uz obavezu da će imaocu kopija dati original menice ili će mu isplatiti sumu) i multiplikatora (lice koje umnožava menicu i na njoj daje neku meničnu izjavu);
- Izraz „...po naredbi..."je nebitan elementjer je, po našim propisima, menica harti a od vrednosti po naredbi bez obzira da li e to u samo menici označeno ili ni e;
- Retka klauzula („...platite, a ne po naredbi...") označava da je trasant zabranio indosiranje menice.

4.4. Menični poslovi

Menični poslovi su menične radnje koje se obavljaju povodom menice. Oni imaju određeno pravno dejstvo. Ima više meničnih poslova. Izložićemo, u glavnim crtama, samo osnovne menične poslove:

Izdavanje menice - Menicu po pravilu izdaje trasant na meničnom blanketu stavljanjem svog potpisa. Iako trasant nije obavezan da popuni menični tekst, jer to može da učini svaki savesni imalac menice (blanko menica), ipak on svojim potpisom i predajom remitentu postaje prvi menični dužnik. Njegova odgovornost kao glavnog meničnog dužnika ostaće sve do akceptiranja menice.

Zakon o menici ne propisuje da se menica mora izdati na meničnom blanketu, ali, s obzirom, ne samo na znatne olakšice koje pruža štampani blanket, već i na činjenicu da se kupovinom blanketa istovremeno vrši i obaveza plaćanja poreza na promet, koji se plaća na menice izdate u zemlji, menični blanket je opšte usvojeni štampani obrazac u našoj zemlji. Porez na promet po menici plaća se od osnova menične vrednosti.

Trasant je glavni menični dužnik sve dok trasat ne prihvati njegov uput o bezuslovnom plaćanju. On će odgovarati za akceptiranje menice.

Akceptiranje menice - Akcept ili menični prijem je menično-pravna radnja koja se sastoji u ispisanoj izjavi trasata na meničnom pismenu o prihvatanju obaveze da će platiti menični iznos o dospelosti menice. Svojom potpisanom izjavom trasat postaje akceptant, što znači glavni menični dužnik, čija je obaveza plaćanja bezuslovna.

Iz ranijeg izlaganja videli smo da je lice označeno u menici kao trasat najčešće pozvano da akceptira menicu. Obično se pretpostavlja da je trasat na osnovu prethodnog dogovora sa trasantom prihvatio trasatov poziv da akceptira menicu. Međutim, treba istaći da trasat može da odbije takav trasantov poziv, pa čak i u slučaju da je od trasanta unapred primio pokriće u novcu ili robi. Bez obzira,

znači na obaveze trasata prema trasantu, koje su prethodile pozivu na akcept, trasat nije menični dužnik sve dok ne akceptira menicu.

Što se tiče sadržine i forme akcepta, treba odmah istaći da trasat svoju izjavu „priznajem", „primam" (ili nekim drugim izrazom istog značenja), potpisuje na licu menice uspravno preko njenog teksta sa označenjem iznosa - to je tzv. pun akcept. Na blanko menicama i akcept se daje blanko, što znači da je trasat samo potpisuje i tako potpisanu daje remitentu (imaocu).

Trasatu je dozvoljena mogućnost i delimičnog akcepta.

U slučaju da trasat odbija da akceptira menicu ili akceptira samo deo meničnog iznosa, imalac menice treba da zaštiti svoje pravo i to podizanjem protesta zbog neakceptiranja. To praktično znači da takva menica dospeva za isplatu i pre roka dospelosti.

Menično jemstvo - Menično jemstvo (aval) je menično-pravna radnja kojom neko lice svojom izjavom na menici (potpisom) jemči za nekog od meničnih dužnika da će isplatiti označeni menični iznos u roku dospelosti.

Aval se daje na prednjoj strani menice rečima „kao jemac za... " ili „kao avalista jemčim za isplatu...".

Ukoliko avalista nije označio lice za koje daje aval, smatra se da jemči za trasanta.

Prirodno bi bilo očekivati da se u ulozi avaliste pojavi pravno ili fizičko lice koje do tog momenta nije imalo nikakvih obaveza po datoj menici, ali zakonodavac daje mogućnost da i lice, koje je već dužnik po istoj menici može da potpiše izjavu o jemstvu. Izuzetno menicu ne može avalirati glavni menični dužnik: trasat-akceptant i izdavalac sopstvene menice.

Aval se može dati za ceo iznos označen u menici ili samo za deo onog iznosa na koji se već obavezalo lice za koje se daje aval (na primer, dati samo delimični aval za trasata-akceptanta koji je akceptirao menicu u punom ili delimičnom iznosu).

Intervencija - Menična intervencija predstavlja posebnu vrstu menično-pravnog posla - radnju, a istovremeno ima elemente nezvanog vršenja tuđih poslova.

Poslovna praksa, najpre, a zatim i pravo, usvojili su intervenciju kao menično - pravnu radnju kojom mogu da se izbegnu neke neželjene posledice neakceptiranja ili neisplate menice. Upravo, intervencija se sastoji u tome što bi bilo koje lice (intervenijent) ili akceptira ili isplaćuje označenu meničnu sumu umesto nekog od meničnih dužnika. Prema tome, kada intervenijent akceptira menicu, to je akceptiranje intervencijom, a kada se plaća, to je isplata intervencijom. Nije teško uočiti postojanje, dakle, intervencije zbog neakceptiranja i intervencije zbog neisplate, ali valja razlikovati, radi lakšeg plaćanja dejstva ove radnje i pozivnu od spontane intervencije.

Pozivna intervencija - Pozivna intervencija znači da je neki od regresnih dužnika (trasant ili koji od indosanata ili avalista), označio lice koje će akceptirati ili isplatiti menicu. Naravno, pod uslovom da je to odbio trasat, odnosno akceptant. Takva pozivna intervencija označava se klauzulom (stavljenoj na alonžu - dodatku, duplikatu ili kopiji menice) „po potrebi". Po ovome se već može pretpostaviti da

pozivna intervencija ima osnovu u nekom ranijem sporazumu između intervenijenta i nekog od regresnih dužnika koji je uneo ovu klauzulu u menicu. Svakako da trasat-akceptant nije regresni dužnik pa se, prema tome, za njega i ne može intervenisati.

Spontana intervencija - Iako je i kod ove vrste intervencije moguće postojanje prethodnog sporazuma između intervenijenta i jednog od regresnih dužnika za koga se interveniše, ipak se ova intervencija naziva spontanom. U ovu menicu se ne unosi klauzula koja bi govorila o pozivu, a zatim data je mogućnost svakom trećem licu (pod ovim treba podrazumevati i trasanta ili bilo kog drugog od meničnih potpisnika, osim prirodno akceptanta) da akceptira ili plati menicu za ma koga od regresnih dužnika. Suštinska razlika između poziva i spontane intervencije ogledala bi se u tome što je imalac dužan, u slučaju neakceptiranja menice da pozove označenog intervenijenta. I, nasuprot ovome, imalac menice nije dužan da prihvati spontanu intervenciju i kada menica nije akceptirana, odnosno isplaćena.

Intervencija zbog neakceptiranja - Kad označeni trasat odbije da akceptira menicu (potpuno ili delimično), njen imalac odmah stiče pravo da je naplati od regresnih dužnika i to blagovremenom prezentacijom na akcept i podizanjem odgovarajućeg protesta. Da bi se sprečilo vršenje regresa pre dospelosti menice, uvedena je institucija intervencije (pozivna ili spontana). Kao što je ranije rečeno, nužno je da je izjava o intervenciji upisana u menično pismeno, i to uz naznačenje imena meničnog dužnika za koga se interveniše. Intervencija nije dozvoljena za trasata. Isto tako, ne bi bilo dozvoljeno vršenje intervencije ni za trasanta niti indosante ukoliko su oni uneli u menično pismene klauzulu „bez obaveza".

Intervencija zbog neisplate menice - Način vršenja ove intervencije je isti kao kod neakceptiranja, a preduzima se u slučaju da glavni menični dužnik, potpuno ili delimično, odbije da isplati označenu meničnu sumu. Kada se izvrši isplata intervencijom (pozivnom ili spontanom), na menici mora da se potvrdi izmirenje duga i da se označi lice za koje je menični iznos plaćen (ako izostane označenje lica za koje je plaćeno, smatraće se da je plaćeno za trasanta). Prirodno, intervenijent tada ima pravo da zahteva da mu se preda menica (i protest ukoliko je podignut), jer isplatom on stiče pravo iz menice, čije je jedno od ovlašćenja da postupa protiv onog meničnog dužnika za koga je platio kao i protiv svih onih koji su ovome po menici obavezni. Ipak, prava intervenijenta su ograničena time što je ne može dalje indosirati.

Prenos menice - Prilikom izdavanja trasirane menice trasant može da označi ime korisnika, znači da je izda „na ime" ili, pak da unese u menični tekst, pored korisnikovog imena, i jedan od nebitnih sastojaka -klauzulu „po naredbi". Imalac menice i u jednom i u drugom slučaju može ovakvu menicu da prenese indosamentom na bilo koje drugo lice za razliku od menice poznate pod imenom „rekta menica". Naime, ukoliko izdavalac hartije ili indosant unese izraz „ne po naredbi" uz ime korisnika hartije, automatski se zabranjuje njeno dalje prenošenje. Ostaje jedina mogućnost da imalac takve hartije sa tzv. „rekta klauzulom", ukoliko želi da je prenese na neko drugo lice, ovo obavi ustupanjem potraživanja cesijom.

Prvo lice koje ovakvom klauzulom stiče pravo prenosa, po pravilu, je remitent. Prema tome, indosament je izjava imaoca menice kojom on prenosi svoja prava iz menice na neko drugo lice. Pošto se prvi indosament stavlja vertikalno

na poleđini menice na kraju dela koji se nalazi suprotno od talona, to je naziv indosament nastao po nazivu mesta gde se označava prenos (naime, na italijanskom jeziku „in doso" znači „na poleđini"). Otuda naziv indosant nosi lice koje prenosi menicu, a indosatar lice na koje je preneta menica. Pošto indosiranjem menice prelaze sva prava sa indosanta na indosatara, te indosant ovom predajom postaje menični dužnik i odgovara samostalno i solidarno novom imaocu menice, najpre za akcept, a zatim i za isplatu menične sume sve do konačnog izmirenja duga.

I indosament ima svoju formu i odgovarajući sadržaj. Pošto je postalo pravilo da se indosament ispisuje na poleđini menice (nekada i na „alonžu" - produžetku menice u obliku lista hartije veličine menice koji se lepi na menicu u slučaju da na poleđini menice nema više prostora za indosiranje), njegov sadržaj najčešće glasi: „platite NN-u" ili „platite NN-u ili po njegovoj naredbi".

Prirodno, indosant ovu izjavu svojeručno potpisuje. Takav indosament, s obzirom da sadrži ime indosatora i potpis indosanta, naziva se potpun indosament.

Nasuprot potpunom indosamentu može biti blanko indosament. Pod blanko indosamentom treba podrazumevati takav prenos u kome nije označen indosatar pa čak ni izjava indosanta, već samo njegov potpis. Jasno je da ovaj oblik indosamenta olakšava menični promet, jer omogućava imaoca menice da je dalje prenosi prostom predajom ili da je popuni svojim imenom ili imenom nekog trećeg lica. (Primetimo ovde da kod nekih hartija od vrednosti indosament može biti i na donosioca i on se razlikuje od punog i blanko indosamenta po tome što se umesto imena indosatora stavlja klauzula „donosiocu", te važi kao blanko indosament).

Indosament takođe, mora da bude bezuslovan i ne sme biti delimičan. Zakon o menici ističe i reguliše dejstvo tri vrste indosamenta: vlasnički, punomoćnički i založni indosament. Sva dosadašnja objašnjenja na temu indosiranja odnose se na vlasnički indosament kojim indosant postaje od poverioca, imaoca - menični dužnik, odgovoran novom poveriocu -indosataru i svim docnijim imaocima menice.

Vlasnički indosament dobio je takav naziv po tome što se njime prenosi ne samo pravo potraživanja označeno u menici, već i pravo svojine na menici.

Punomoćnički indosament (prokura indosament) je takav prenos pomoću koga indosament prenosi menično-pravna ovlašćenja nekom licu kao svom punomoćniku. Znači, u ovom slučaju, indosatar nije nosilac prava svojine na menici, već za račun i u ime indosanta vrši određene menično-pravne radnje. Punomoćnički indosament ističe se svojom formom koja ga jasno razlikuje od vlasničkog indosamenta označenjem: „vrednost za isplatu", „vrednost u punomoćju", ili „vrednost za inkaso". I ovaj indosatar može dalje da prenosi menicu, ali samo kao prenos punomoćja.

Založni indosament je takva vrsta prenosa menice kojom indosament daje svome poveriocu - indosatoru menicu u zalog. Indosatar, znači, stiče založno pravo na menicu i on može tražiti isplatu o dospelosti. Imalac takve menice takođe može da je indosira, ali samo putem punomoćničkog indosamenta.

Prezentacija menice na isplatu - Isplata označenog meničnog iznosa predstavlja, svakako prirodni završetak menično-pravnog posla. Zato imalac menice, vodeći računa o njenoj dospelosti, mora menicu da prezentira glavnom meničnom dužniku (akceptantu), kod sopstvene menice njenom izdavaocu, na dan prezentacije

(menica po viđenju) odnosno na dan njene dospelosti, ili, najkasnije, jednog od dva dana po dospeću (ostale menice). Isto tako, menica se mora prezentirati na isplatu u mestu plaćanja, a ukoliko ono nije označeno, onda u mestu trasatovog prebivališta.

Međutim, neakceptirana trasirana menica, po kojoj je glavni dužnik trasant, prezentira se najpre na isplatu trasatu, bez obzira što je, eventualno, trasat svojevremeno odbio da je akceptira, zato što su u međuvremenu mogli trasat i trasant da obave neke od pravnih poslova kojima je obezbeđeno pokriće trasatu za menič nu isplatu.

Domicilirana menica podnosi se na isplatu domicilijatu. Menica se mora isplatiti poslednjem indosataru u neprekinutom nizu indosamenata, odnosno remitentu, ako menica nije bila indosirana.

Imalac menice dužan je da se legitimiše glavnom meničnom dužniku prezentiranjem menice, na kojoj ovaj proverava neprekinuti niz indosamenata. Podnošenje menice na isplatu može da vrši i punomoćnik imaoca menice (punomoćnički indosament).

Po pravilu, menična suma se isplaćuje u celini, ali imalac menice nema pravo da odbije ni delimičnu isplatu menice. Isplatom menice završava se meničnopravni posao i, da se ne bi ova hartija od vrednosti ponovo javila u prometu, dužnik je tada ovlašćen da zahteva da mu se preda menično pismeno sa naznačenjem da je isplata izvršena. Treba istaći da delimična isplata menice daje pravo meničnom poveriocu da podigne protest i da preduzima sudske mere samo za naplatu onog dela menične sume koju mu glavni dužnik nije platio.

Naplata menice - U ranijim izlaganjima isticano je više puta da menični potpisnici garantuju da će menica biti isplaćena u označenom roku. Međutim, ako zahtev za isplatu menice bude odbijen, a menica je blagovremeno prezentirana glavnom meničnom dužniku, imalac menice je dužan da preduzima određene mere radi njene naplate. U te mere spadaju: protest, notifikacija protesta, podnošenje menične tužbe i predloga za izdavanje meničnog platnog naloga, a ako je potrebno i podnošenje zahteva za prinudno rešenje.

Protest - Iz dosadašnjeg izlaganja proizilazi da se protest mora podići zbog neakceptiranja menice, ako trasat delimično ili potpuno odbije da akceptira menicu. Odmah posle protesta može da se vrši naplata. Izuzetno, imalac menice nije obavezan da podigne protest, ako je u menični tekst uneta klauzula „bez troškova”ili „bez protesta”.

Protestom se naziva jedna isprava kojom sudski protestni organ potvrđuje da trasat, odnosno glavni menični dužnik (a to može biti akceptant, domicilijat, izdavalac sopstvene menice, akceptant intervenijent, adresat po potrebi) nije prihvatio da isplati prezentiranu menicu. Prema tome, imalac menice ili njegov punomoćnik obraća se u zakonom određenom roku nadležnom sudu u mestu plaćanja menice, podnoseći meničnu ispravu zajedno sa izjavom da je bezuspešno pokušao da izvrši naplatu menice. Sud se potom obraća meničnom dužniku sa zahtevom da isplati meničnu sumu. Ako ni na ovo traženje menični dužnik ne odgovori, sud će imaocu menice izdati posebnu protestnu ispravu zavedenu u protestni registar. Na taj način imalac menice zadržava pravo naplate prema ostalim meničnim dužnicima.

Protest predstavlja javnu ispravu koja služi kao dokaz da glavni menični dužnik nije isplatio menični iznos i služi imaocu menice kao sredstvo za ostvarivanje svojih regresnih prava. Međutim, ukoliko imalac menice ne podigne protest u zakonom određenom roku, gubi menična prava prema regresnim dužnicima (takva menica naziva se „prejudicirana menica").

Notifikacija - Pošto je podigao protest, imalac menice treba da izvrši notifikaciju, odnosno da dostavi poseban izveštaj regresnim dužnicima o tome da je njegovo obraćanje glavnom meničnom dužniku ostalo bez uspeha. Prema tome, notifikacija ili izveštaj o podizanju protesta se dostavlja i u slučaju neisplate menice, kako bi regresni dužnici bili blagovremeno obavešteni o tome da će imalac menice preduzeti prema njima naplatu. Svakako, oni na taj način dobijaju mogućnost da sami dobrovoljno iskupe protestovanu menicu.

Propuštanjem dostavljanja izveštaja ne gube se menična prava prema regresnim dužnicima, ali takvo lice bi odgovaralo za eventualno nastalu štetu nekom od dužnika. Visina naknade za tako nastalu štetu ne može da bude veća od menične sume, što ipak govori o mogućim ozbiljnim posledicama neizvršavanja notifikacije.

Podnošenje menične tužbe - Protiv glavnih meničnih dužnika podiže se glavna menična tužba, a protiv regresnih dužnika regresna tužba. Menična tužba protiv glavnog meničnog dužnika - akceptanta, može se podići u roku od tri godine, računajući od menične dospelosti, a regresnu tužbu u roku od godine dana, računajući od blagovremeno podignutog protesta zbog neisplate.

Uz meničnu tužbu podnosi se, pored menice, i menični protest u overenom prepisu. Kada na osnovu menične tužbe nadležni sud izda menični platni nalog kome tuženi nije prigovorio, organizacija - tužilac, po isteku roka od 15 dana od njegovog prijema, pribavlja po tome platnom nalogu klauzulu izvršnosti tj. konstataciju suda na samom meničnom platnom nalogu da se on može izvršiti. Takvo rešenje o dozvoli izvršenja sud dostavlja organizacionoj jedinici Službe društvenog knjigovodstva kod koje dužnik ima svoj žiro-račun, na osnovu čega će naplaćene iznose Služba dostaviti na žiro-račun imaoca menice.

U postupku za naplatu menice, međutim, mogu se isticati prigovori. Oni ne utiču na njenu pravnu sigurnost, jer se skraćenim meničnim postupkom donose odluke po prigovorima, tako da se onemogućava odugovlačenje naplate utuženog meničnog potraživanja.

U praksi se mogu javiti prigovori koje može isticati svaki menični dužnik prema svakom imaocu menice (da nedostaje neki od bitnih sastojaka, da je menica amortizovana, da je prejudicirana ili da je menicu isplatio glavni dužnik) i prigovori koje samo određeni dužnik može isticati prema svakom imaocu menice. Takvi prigovori se odnose na primer, na to da na menici nema njegovog potpisa, da je njegov potpis na menici falsifikovan, da je lice koje je umesto njega popunilo menicu bilo bez punomoćja, da menični dužnik nije bio poslovno sposoban u vreme potpisivanja menice, da se radi o rekta menici i dr.

Zastarelost - S obzirom na brzinu i neophodnu sigurnost kojom se obavlja menični promet, kod menično-pravnih poslova postoje posebni rokovi zastarelosti

potraživanja, inače znatno kraći nego kod ugovora u robnom i platnom prometu. Za različite kategorije dužnika obaveze zastarevaju u raznim rokovima:

- Protiv glavnog meničnog dužnika menično-pravni zahtevi, videli smo, zastarevaju za tri godine. Ukoliko, na primer, menica dospeva po viđenju, onda prirodno, rok zastarelosti počinje da teče ne kasnije od prvog narednog dana po isteku jedne godine od njenog izdanja (trasant, međutim, može ovaj rok od godinu dana da skrati ili produži što svakako bitno utiče na pomeranje početka toka zastarevanja.
- Protiv indosanta i trasanta zahtevi imaoca menice zastarevaju za godinu dana. U ovom slučaju rok od godinu dana računa se „od dana blagovremeno podignutog protesta", a ako se u menici nalazi odredba „bez troškova", onda „od dospelosti". Nasuprot zastarelosti gasi se pravo imaoca menice na zahtev protiv svih regresnih dužnika.
- Zahtev regresnih dužnika jednih protiv drugih - zastarevaju za šest meseci. Ovo pravilo odnosi se, na primer, na indostanta koji je iskupio menicu pa je time stekao pravo da zahteva od onih koji njemu odgovaraju da isplate iznos već plaćen prilikom iskupljivanja menice. Početak roka zastarelosti od šest meseci vezuje se za momenat iskupljenja menice, jer od tog trenutka indosant može podići regresnu tužbu protiv njemu odgovornih indosanata ili njihovih avalista, zatim trasanta i njegovog avaliste ili akceptanta
- intervenienta. Ako, dakle, indosant to ne učini u roku od šest meseci, onda se njegovo pravo regresa gasi prema ovim licima.

5. ČEK

5.1. Pojam čeka i njegovi sastojci

Ček je pismeno na osnovu koga jedno lice - trasant daje nalog trasatu (banci) kod koje on ima raspoloživa sredstva da plati po viđenju određenu sumu označenom korisniku ili nekom drugom prema remitentovoj naredbi, ili jednostavno, donosiocu.

Kao i menica, ček je strogo formalna hartija od vrednosti koja mora da sadrži Zakonom određene sastojke. Ali, za razliku od menice, ček ima šest obaveznih sastojaka: označenje da je pismena isprava ček napisana u samom njenom slogu i to na onom jeziku na kome je to pismo sastavljeno; bezuslovni uput da se isplati iz trasantovih raspoloživih sredstava određena suma novca; ime onoga koji treba da plati (trasata); označenje mesta gde treba izvršiti plaćanje; označenje datuma i mesta gde je i kada ček izdat i potpis onoga koji je izdao ček - trasanta.

Nije teško uočiti neke od karakteristika po kojima se označeni bitni sastojci čeka razlikuju od odgovarajućih sastojaka menice. Tako, na primer, ček se ne sme izdavati bez pokrića. Istina, tako izdat ček ne gubi važnost, ali njegov izdavalac je krivično odgovoran i dužan da imaocu nadoknadi pretrpljenu štetu.

Prema našem Zakonu o čeku trasiranje čeka vrši se isključivo na banku kod koje se, po prirodi stvari, i inače deponuju novčana sredstva. Zatim ček se plaća po viđenju, što znači da označenje dospelosti ne predstavlja bitan sastojak čeka. Ako bi, prema tome, dospelost bila drukčije označena, takva isprava izgubila bi pravno dejstvo čeka. Ni označenje remitenta ne predstavlja bitan sastojak čeka. To dolazi otuda što se ček može izdati i na donosioca, ali trasant može, prirodno, izdati ček na ime ili po naredbi, a može ga trasirati i na svoje ime ili po svojoj naredbi.

Ni bitni sastojci, kao što su mesto plaćanja i mesto izdanja čeka ne moraju da budu izričito označeni, naravno samo ako se daju izvesti iz sadržine čeka. To znači, ako nije označeno mesto plaćanja, važiće kao mesto plaćanja ono mesto koje je označeno pored imena trasata, a ček u kome nije označeno mesto izdanja, smatraće se da je izdat u mestu koje je označeno pored imena trasanta.

Pored navedenih bitnih sastojaka u ček se mogu uneti i klauzule kao, na primer, klauzula o izveštaju ili bez izveštaja, klauzula bez troškova (bez protesta) i klauzula o moneti (unosi se u ček kada se radi o međunarodnom prometu).

5.2. Čekovni poslovi

S obzirom na prirodu i specifičnost čeka broj čekovno-pravnih poslova je nešto manji nego kod menice: izdavanje čeka, prenos (indosament), aval, prezentacija, isplata, opoziv i regres čeka.

Izdavanje, prenos i aval čeka - Izdavanje čeka je veoma slično izdavanju menice, samo što trasant, izdavalac čeka mora u trenutku izdavanja ovog pisma da ima odgovarajuće pokriće kod trasata, banke. Ovo pokriće, pored toga mora da je u novcu ili novčanom potraživanju, a ne u robi ili hartijama od vrednosti.

Popunjavanje čeka stavljanjem trasantovog potpisa, kao i predajom čeka remitentu, smatra se da je ček izdat. Sadržaj čeka može se ispisati i mašinom, ali potpis mora da je izvršen mastilom i svojeručno (ako je izdavalac čeka pravno lice onda uz potpis ovlašćenog lica mora da stavi i pečat preduzeća).

Ček na ime ili po naredbi prenosi se indosamentom, ukoliko nije u njega uneta rekta-klauzula; ček na donosioca jednostavnom predajom ove hartije od vrednosti iz ruke u ruku, a rekta-ček prenosi se putem građansko-pravnog ustupanja (cesije). Pravila o indosiranju menice odnose se i na prenos čeka - sa izuzetkom što kod čeka postoji samo vlasnički i punomoćnički indosament.

Davanjem jemstva (avala) obezbeđuje se isplata celog ili delimičnog iznosa označenog u čeku. Avalista može biti svako lice, osim trasata, a ako nije označeno za koga je dato jemstvo, onda će se smatrati da je dato za trasanta. Obaveza avaliste je solidarna i odnosi se samo na onaj iznos na koji je avalista dao jemstvo.

Prezentacija na isplatu i isptata čeka - Prezentacija čeka na isplatu je takva čekovna radnja koja obavezuje imaoca čeka da prilikom zahteva za isplatu podnese

(prezentira) ček trasantu u mestu plaćanja čeka. Rok za prezentaciju čeka kreće se od 8 do 70 dana, zavisno od udaljenosti mesta izdanja i mesta plaćanja. Momentom izdanja čeka počinje da teče rok za njegovu prezentaciju.

Ček plativ u našoj zemlji mora da se podnese trasatu na isplatu u sledećim rokovima: u roku od osam dana ako je mesto izdanja čeka i mesto plaćanja jedno isto mesto u našoj zemlji; u roku od 15 dana, ako su mesto izdanja i plaćanja različita, a oba su u našoj zemlji; u roku od dvadeset dana, ako je ček plativ u zemlji izdat u kojoj od evropskih zemalja; ako je ček izdat u nekoj zemlji izvan Evrope, i to na obalama Sredozemnog ili Crnog mora, uključujući i ostrva u njima, onda je rok za prezentaciju u našoj zemlji četrdeset dana od momenta izdanja; najzad, u roku od 70 dana od izdanja čeka, ček se mora prezentirati radi isplate u našoj zemlji, ako je izdat u kojoj drugoj zemlji izvan Evrope (neki čekovi se izuzimaju od ovih rokova o čemu će biti više reči u poglavlju koje obrađuje vrste čekova).

Nepoštovanje utvrđenih rokova za prezentaciju čeka povlači odgovarajuće posledice. Tako, na primer, imalac čeka gubi svoja regresna prava prema svim regresnim dužnicima izuzev prema trasantu. Trasant, naime, ostaje u obavezi sve do nastupanja zastarelosti čeka.

Isplata čeka je čekovno-pravna radnja kojom trasant, na osnovu blagovremene prezentacije čeka i provere podnosioca kao zakonskog imaoca čeka, vrši isplatu označene sume.

Proveravanje podnosioca čeka ima poseban značaj, jer se polazi od toga da zakoniti imalac čeka zasniva svoje pravo na neprekinutom nizu indosamenata (izuzetak je, svakako, kod čeka koji glasi na donosioca). Ako na poleđini čeka na ime ili po naredbi nema upisanih indosamenata, trasat je dužan da se uveri da li je podnosilac čeka identičan sa remitentom, licem na čije ime ili po čijoj naredbi je ček izdat. Kod čeka na donosioca nema svih onih oblika proveravanja i trasat može isplatiti označenu sumu svakom licu koje prezentira takav ček.

Isplatom čeka u celosti od strane trasata gase se obaveze indosanata i trasanta. Zato trasat ima pravo da zahteva od imaoca čeka da mu ovaj na samom čeku potvrdi da je izvršena isplata.

Opoziv čeka - Opoziv čeka je čekovno-pravna radnja kojom trasant zabranjuje trasatu da po određenom čeku izvrši isplatu iz njegovog pokrića. Opoziv čeka se može učiniti: protekom roka za prezentaciju čeka na isplatu, ali i pre proteka roka za prezentaciju čeka na ime ili po naredbi, pod uslovom da je opoziv stigao trasatu pre nego što je ovaj izvršio isplatu čeka. Trasant vrši opoziv obično u pismenoj formi.

Regres zbog neisplate - Regres zbog neisplate vrši imalac čeka, u slučaju trasatovog odbijanja da plati iznos označen u čeku, protiv trasanta, avaliste i svojih prethodnika (eventualnih indosanata) radi naplate čekovnog potraživanja.

Da bi imalac čeka mogao da ostvari svoje regresno pravo potrebno je da u zakonskom roku podnese ček na isplatu i da u slučaju potpunog ili delimičnog odbijanja isplate od strane trasata podigne protest zbog neisplate. Redovan način protesta može se zameniti potpisanom izjavom trasata na čeku kojom odbija da izvrši isplatu čeka uz stavljanje datuma kad je ček bio prezentiran radi isplate. Ovakva izjava se mora u toku protestnog roka, po zahtevu imaoca čeka, uneti u

protestni registar što se mora od strane protestnog organa - suda potvrditi na čeku ili njegovom alonžu.

Regresni zahtev imaoca čeka prema trasantu i indosantima zastareva za šest meseci od momenta koji obeležava protek roka za prezentaciju čeka radi isplate. Takođe, i regresni zahtevi indosanata jednih protiv drugih ili protiv trasanta zastarevaju za šest meseci. To znači da će po proteku šest meseci od momenta kada je indosant iskupio ček, ili je protiv njega podignuta tužba, nastupiti zastarelost regresnih zahteva.

5.3. Vrste čeka

Prema načinu određivanja nosilaca prava, čekovi se dele na ček na ime, ček po naredbi i ček na donosioca. Prema obliku i nameni treba razlikovati:

- *Barirani ček* je dobio naziv po precrtaju dvema paralelnim linijama dijagonalno povučenim iz uglova čeka. Precrtaj može biti opšti ili poseban.

Barirani ček sa opštim precrtanjem raspoznaje se po paralelnim linijama između kojih nije ništa naznačeno, ili je samo stavljena oznaka „preko banke". Imalac ovakvog čeka može naplatiti označeni iznos od trasata preko ma koje banke (koja u tom slučaju vrši ulogu posrednika),

Barirani ček sa posebnim precrtajem raspoznaje se po paralelnim linijama između kojih je označeno ime banke, preko koje se može izvršiti naplata čeka. Znači, ovaj ček može njegov imalac naplatiti samo preko tako označene banke. Precrtavanje čeka može izvršiti trasant ili imalac čeka, s tim što se opšti precrtaj može uvek pretvoriti u posebni. Nasuprot ovome, nije dozvoljeno pretvaranje posebnog u opšti precrtaj.

Barirani ček (sa opštim ili posebnim precrtajem) trasat ne isplaćuje u gotovom novcu imaoca čeka, već ga dostavlja onoj banci koja se javlja kao posrednik za naplatu i koja taj iznos stavlja na raspolaganje imaocu čeka preko njegovog žiro-računa.

- *Isplatni ili gotovinski ček* je novčani instrument kojim imalac računa daje nalog trasatu da čekovnu sumu isplati u gotovom iznosu imaocu čeka ili po njegovoj naredbi. Ovi čekovi koriste se najčešće za isplatu ličnih dohodaka.
- *Virmanski (obračunski) ček* na prednjoj strani nosi oznaku „samo za obračun". Ovom klauzulom zabranjuje se isplata u gotovom novcu i ček služi samo za obračun. To znači da obračunski ček predstavlja neku vrstu naloga na osnovu koga banka, kao trasat, smanjuje za iznos čeka tekući račun izdavaoca čeka, a povećava tekući račun korisnika (remitenta). Oznaku na čeku „samo za obračun" ili drugi izraz koji to isto znači, može staviti trasant i svaki imalac čeka. Virmanski ček se najčešće upotrebljava u robnom prometu između preduzeća i lako se raspoznaje po svojoj crvenoj boji.
- *Cirkularni ček* izdaje banka korisniku koji od nje ima pokriće, ovlašćujući ga da isplatu čeka može tražiti od bilo koje njene poslovne jedinice ili banke korespondenta. Ovom vrstom čeka se uveliko olakšava plaćanje i otklanja upotreba gotovog novca. Cirkularni

čekovi imaju duži rok važenja: oni važe šest meseci, računajući od dana izdanja. U našoj zemlji službu po cirkularnim čekovima vrši Narodna banka Srbije.

- *Akreditivni ček* se upotrebljava kod nas pri otkupu poljoprivrednih proizvoda od proizvođača. Kod ovakvog čeka trasant je preduzeće koje se bavi otkupom poljoprivrednih proizvoda, trasant je Narodna banka Srbije, a korisnik (remitent) je onaj proizvođač koji na ime cene za prodate proizvode dobija ovaj ček na odgovarajući iznos. Korisnik može dobijene čekove naplatiti u gotovu kod svih poslovnih jedinica Narodne banke Srbije i na svakoj pošti. Osim toga, on može ove čekove koristiti za kupovinu industrijske robe, za plaćanje poreza itd.

  Akreditivni ček važi tri meseca računajući od dana izdanja. On glasi na okrugle, unapred na čeku odštampane iznose. Ovakav ček glasi na ime određenog lica (proizvođača).

- *Putnički ček* izdaje se obično u korist putnika, turista, trgovca i drugih. Kod nas ove čekove izdaje Narodna banka Srbije i to na okrugle iznose i prodaje ih korisnicima, preko svojih korespondenata u inostranstvu. Oni se mogu upotrebili za plaćanje saobraćajnih i drugih usluga, taksa, poreza i drugih dažbina.

  Ovi čekovi se mogu naplatiti i u gotovom novcu u svakoj menjačnici ili pošti. Putnički čekovi važe tri meseca računajući od dana kada kupac kao trasant stavi datum i mesto izdavanja čeka.

- *Ček banke za tekuće račune građana* predstavlja međubankarskim sporazumom jedinstveni instrument plaćanja u obliku tzv. rekta čeka uz sva prava i obaveze koje proističu iz odredaba Zakona o čeku. Čekovne blankete izdaje banka vlasnicima tekućih računa odmah posle prvog prispeća sredstava na račun bančinog klijenta i to u količini koja zavisi, po pravilu, od visine stalnog mesečnog priliva sredstava, zatim od poverenja banke prema vlasniku tekućeg računa, od potreba vlasnika računa za većim brojem blanketa, s obzirom na duži boravak u mestu van sedišta banke i sl.

  Ček banke za tekuće račune građana spada u posebnu vrstu čekova poznatih pod nazivom - limitirani. Ovaj naziv potiče otuda što je kod nekih čekova unapred štampan iznos na koji ček glasi ili taj iznos do izvesne sume može trasat sam da označi, znači, do nekog unapred utvrđenog limita. U slučaju potrebe za plaćanjem veće sume, prirodno, izdavalac će morati da upotrebi dva ili više čekova.

Čekovni blanket se sastoji iz talona i čeka.

Talon mora da zadrži trasant u svojoj čekovnoj knjižici radi svoje evidencije o izdatim čekovima i trebalo bi da ga čuva najmanje šest meseci. Svakako da takvo upozorenje ima svoj značaj naročito za slučaj gubitka nekog čeka kada se na osnovu eventualne reklamacije, mora da izvrši rekonstrukcija podataka. Talon u takvim slučajevima može da predstavlja, ako ne materijalni dokaz o izdatom čeku, a ono ozbiljan indikator o izvršenoj obavezi plaćanja.

Sam ček predstavlja hartiju od vrednosti koju trasant čitko ispisuje (bez precrtavanja, brisanja ili dodavanja) i potpisanu predaje korisniku čeka (remitentu).

6. OSTALE HARTIJE OD VREDNOSTI

Obveznica - Obveznice predstavljaju zamenljive i veoma lako prenosive hartije od vrednost pomoću kojih njihov emitent (lice koje emituje obveznice) pozajmljuje određena novčana sredstva obavezujući se imaocu obveznice (licu koje je dalo novčana sredstva na zajam, znači, poveriocu) da mu isplati o utvrđenom roku nominalnu vrednost obveznice uz redovnu isplatu unapred utvrđene kamate.

Naše zakonodavstvo je odredilo pojam obveznice kao pismene isprave kojom se njen izdavalac obavezuje da će licu označenom u obveznici ili po njegovoj naredbi, odnosno donosiocu, isplatiti određenog dana iznos naveden u obveznici, odnosno iznos anuitetskog kupona.

Zahvaljujući ovako jednostavnom određenju pojma ove značajne hartije od vrednosti, moguće je uočiti nekoliko njenih najznačajnijih svojstava: obveznica je „pismena isprava", kao uostalom i sve druge hartije od vrednosti, što upućuje na zaključak o prisustvu već poznatog načela formaliteta; pomenuto načelo formaliteta upotpunjuje i činjenica da obveznica mora već kao pismena isprava da sadrži neke unapred određene sastojke; da obveznica u prvi plan ističe tražbeno pravo njenog imaoca prema izdavaocu ove hartije od vrednosti i to u obliku isplate nominalnog iznosa, odnosno iznos anuitetskog kupona; da obveznica može da glasi na ime ili donosioca što, očigledno, ističe njenu laku prenosivost; da kod ove hartije od vrednosti u punoj meri dolazi do izražaja načelo inkorporiranosti.

Pod zakonskom pismenom formom treba podrazumevati obavezu izdavaoca obveznice da ovu hartiju od vrednosti emituje u pismenom obliku na odgovarajućem obrascu uz označenje bitnih sastojaka.

Blagajnički zapis - Blagajnički zapis je kratkoročna hartija od vrednosti koja glasi na određeni novčani iznos, sa određenim rokom dospeća i određenom kamatnom stopom. To su kratkoročne hartije od vrednosti, koje se izdaju kad izdavalac ima potrebe za kratkoročnim sredstvima radi obezbeđenja svoje likvidnosti. S druge strane, pošto se kao izdavalac ovih hartija od vrednosti pojavljuju samo banke i druge finansijske organizacije, to njihovo izdavanje ima za svrhu da reguliše i količinu efektive (gotovog novca) u opticaju. Blagajnički zapis, kao i komercijalni zapis, predstavlja kratkoročnu hartiju od vrednosti, ali se od ovog razlikuje prvenstveno po tome što je rezervisan za izdavanje od strane banaka i drugih finansijskih organizacija.

Novčani iznos na koji glasi blagajnički zapis izražava se u zaokruženim apoenima uz naznaku visine kamatne stope. Može da se izdaje na ime ili na donosioca čime je dovoljno naglašena cirkulaciona sposobnost ovog vrednosnog papira.

Pored oznake novčanog iznosa i visine kamatne stope, blagajnički zapis mora da sadrži i sledeće bitne sastojke: označenje da je blagajnički zapis; firmu, odnosno naziv i sedište izdavaoca blagajničkog zapisa; firmu, odnosno naziv i sedište upisnika blagajničkog zapisa, odnosno označenje da blagajnički zapis glasi

na donosioca; rok otplaćivanja glavnice i kamate; mesto i datum izdavanja i serijski broj blagajničkog zapisa; prava imaoca blagajničkog zapisa i faksimil potpisa ovlašćenih lica izdavaoca blagajničkog zapisa.

Komercijalni zapis - Komercijalni zapisi predstavljaju sredstvo kreditiranja. Kao i blagajnički zapis to je kratkoročno kreditno sredstvo kod koga je rok dospeća do jedne godine. I komercijalni zapisi po svojoj pravnoj prirodi spadaju u hartije od vrednosti i mogu glasiti na ime (kada se prenose indosamentom) ili na donosioca (prenos tradicijom).

Za razliku od blagajničkih zapisa, komercijalne zapise mogu izdavati preduzeća, zadruge i druga pravna lica.

Osim na novine, komercijalni zapis može glasiti i na robu, a može biti i mešovit.

Komercijalni zapis sadrži sledeće osnovne elemente: oznaku da je komercijalni zapis; firmu, odnosno naziv i sedište izdavaoca; novčani iznos na koji komercijalni zapis glasi; visinu kamatne stope, ako je plaćanje kamate predviđeno (jer umesto kamate mogu biti predviđene druge pogodnosti - pogodnosti u kupovini proizvoda i korišćenju usluga izdavaoca i slično); mesto i datum izdavanja komercijalnog zapisa; serijski broj sa kontrolnim brojem; faksimil potpisa ovlašćenih lica izdavaoca komercijalnog zapisa.

Državni zapis - Državni zapis je kratkoročna hartija od vrednosti koja se emituje radi prikupljanja novčanih sredstava za premošćavanje vremenske neusklađenosti između priticanja prihoda i izvršavanja rashoda budžeta republika članica, a obaveze po njima dospevaju za naplatu najkasnije do kraja budžetske godine. Državni zapis može emitovati država članica.

Državni zapis sadrži iste elemente kao i komercijalni i blagajnički zapis.

Certifikat o depozitcu - Certifikat o depozitu predstavlja kreditno sredstvo koje se svrstava u klauzulne hartije od vrednosti jer je osnov za njegovo izdavanje ugovor o bankarskom oročenom depozitu. To je isprava o deponovanim sredstvima kod banke ili druge finansijske organizacije sa rokom vraćanja dužim od godine dana. Za razliku od potvrde o deponovanim sredstvima, koja predstavlja po svojoj pravnoj prirodi legitimacioni papir, certifikat je po svojoj pravnoj prirodi hartija od vrednosti. Po pravilu certifikat se izdaje kad su u pitanju veći novčani iznosi deponovanih sredstava ili veća vrednost deponovanih hartija od vrednosti, budući da zakonitom imaocu omogućuje upotrebu ove isprave u svrhe za koje se mogu upotrebljavati sve hartije od vrednosti.

Certifikat može da glasi na ime, u kom slučaju se prenosi indosamentom (izuzev ako na njemu nije izričito naznačeno da se ne može prenositi), ili na donosioca, u kom slučaju se prenosi tradicijom.

Certifikat sadrži sledeće osnovne elemente: oznaku da je certifikat o deponovanim sredstvima kod banke; firmu, odnosno naziv i sedište izdavaoca certifikata, firmu, odnosno naziv korisnika certifikata, odnosno oznaku da glasi na donosioca, iznos na koji certifikat glasi, rok na koji su sredstva deponovana; visinu kamatne stope; način obračuna i isplate kamate; datum i mesto izdavanja certifikata; serijski broj sa kontrolnim brojem, prava imaoca certifikata, faksimil potpisa ovlašćenih lica izdavaoca certifikata.

Skladišnica - To je hartija od vrednosti po naredbi kojom javno skladište potvrđuje da je primilo od deponenta na čuvanje stvari označene u skladišnici, i obavezuje se da će te stvari predati licu koje se bude legitimisalo kao zakoniti imalac skladišnice.

Izvor našeg prava u skladišnici je Zakon o obligacionim odnosima (čl. 740-748).

Skladišnica se sastoji iz dva dela: priznanice i založnice (varanta). Oba dela skladišnice mogu se prenositi zajedno ili odvojeno. Ako je na neko lice preneta samo priznanica, ono je postalo vlasnik stvari koja je označena u priznanici prenosom založnice bez priznanice konstituiše se založno pravo na uskladištenoj stvari u korist sticaoca založnice. Ako potraživanje koje je obezbeđeno založnicom ne bude podmireno o dospelosti, imalac založnice mora podići protest. Za protest važe pravila meničnog prava. Posle toga, imalac založnice može u roku od osam dana zatražiti od skladištara da proda stvar na koju se odnosi založnica. Kad skladištar proda stvar, on će iz ostvarene cene pokriti troškove prodaje i podmiriti svoja potraživanja iz ugovora o uskladištenju, a višak će predati imaocu priznanice.

Teretnica ili konosman - To je hartija od vrednosti koju izdaje pomorski brodar, kojom potvrđuje da je primio na prevoz teret koji je u toj ispravi naznačen, i obavezuje se da će taj teret po obavljenom prevozu predati zakonitom imaocu teretnice. Teretnicom se uređuju pravni odnosi između brodara i primaoca tereta, nezavisno od ugovora o prevozu.

Izvor našeg prava u pogledu teretnice je Zakon o pomorskoj i unutrašnjoj plovidbi (čl. 535-560).

Teretnica je stvarnopravna hartija od vrednosti. Ona na simbolični način predstavlja teret. Prenosom teretnice prenosi se pravo svojine na teretu na koji se teretnica odnosi. Najčešće se koriste teretnice po naredbi, koje se prenose indosamentom.

Postoji podela na „čiste" i na „nečiste" teretnice. Čistim se nazivaju one teretnice koje ne sadrže nikakve primedbe brodara u pogledu tereta koji je primio na prevoz. Nečiste teretnice su one u koje je brodar uneo primedbe u pogledu svojstava ili količine tereta (na primer, kad su u pitanju gvozdene šipke, primedba „teret zarđao"). U odnosu prema savesnom primaocu tereta koji je to svojstvo stekao prenosom teretnice, čista teretnica stvara pretpostavku da je brodar primio teret na prevoz u ispravnom stanju. Kad je u pitanju nečista teretnica, brodar ne odgovara za one mane tereta koje su naznačene u teretnici. U poslovima prodaje robe uz simboličnu isporuku prenosom teretnice, prodavac je po pravilu dužan da kupcu preda čistu teretnicu. Ako se plaćanje robe vrši putem dokumentarnog akreditiva, banka će odbiti da prihvati nečistu teretnicu, osim kad nalog za otvaranje akreditiva to izričito dozvoljava.

Akcija - Akcija (ili deonica) je hartija od vrednosti koja održava udeo njenog zakonitog imaoca (akcionara) u osnovnom kapitalu akcionarskog društva. Akcija može postojati i u vidu elektronskog zapisa u knjizi akcionara (tzv. dematerijalizovane akcije).

Izdavanjem akcija pribavljaju se sredstva potrebna za osnivanje akcionarskog društva ili za povećanje osnovnog kapitala postojećeg akcionarskog društva.

Izvor našeg prava o akcijama jesu Zakon o privrednim društvima i Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Pismena isprava koja predstavlja akciju sastoji se iz dva dela: plašta akcije i kupona za naplatu dividende. Plašt akcije mora da sadrži oznaku da je u pitanju akcija, poslovno ime i sedište emitenta, oznaku broja i serije akcije, oznaku poslovnog imena odnosno ličnog imena lica na koje glasi akcija (ukoliko je u pitanju akcija koja glasi na ime), ukupni iznos kapitala na koji se izdaju akcije, broj izdatih akcija, mesto i datum izdavanja akcije, izvod iz odluke o izdavanju akcije u pogledu prava akcionara, faksimil potpisa ovlašćenog lica akcionarskog društva. Kuponi za naplatu dividende sadrže pored označenja emitenta, broj i seriju akcije na koju se odnosi, i redni broj kupona da bi se moglo pratiti na koju se poslovnu godinu dividenda odnosi.

Akcija može da sadrži označenje nominalne vrednosti. Ali, obične akcije ne moraju da sadrže označenje nominalne vrednosti, i tada se odnose na računovodstvenu vrednost imovine društva,

Prema tome kako je određeno na koga glasi akcija, postoje akcije na ime. Zakon o privrednim društvima (čl. 204. stav 7.) određuje da akcionarsko društvo ne može izdavati akcije na donosioca, ali se ta zabrana, zbog njihovog emitovanja, može odnositi samo na akcije u vidu elektronskog zapisa. Naši propisi ne omogućavaju izdavanje akcija po naredbi, jer se akcije na ime prenose indosamentom. Da li će društvo izdati akcije na ime ili akcije na donosioca određuje se aktom o osnivanju društva, odnosno odlukom o izdavanju akcija sledećih emisija. Postoje i tzv. mešovite akcije. To su akcije koje glase na ime, ali kuponi za naplatu dividende glase na donosioca.

Postoje redovne akcije i prioritetne akcije. Obična ili redovna akcija je takva akcija koja akcionaru daje pravo na dividendu, pravo na glasanje u skupštini društva, pravo preče kupovine akcija narednih emisija i pravo na učešće u imovini društva ako društvo prestane da postoji. Akcionarsko društvo mora imati bar jednu običnu akciju. Prioritetne ili povlašćene akcije daju imaocu pravo prvenstva prilikom isplate dividende. Imaocima redovnih akcija biće isplaćena dividenda iz dela dobiti akcionarskog društva koji preostane nakon što su isplaćene dividende imaocima prioritetnih akcija. Prioritetne akcije mogu biti kumulativne i participativne. Kumulativne akcije su takve prioritetne akcije čiji imaoci imaju pravo da u slučaju kad akcionarsko društvo u jednoj godini nije ostvarilo dobit za isplatu zagarantovane dividende, razliku naplate iz dobiti ostvarene u narednoj ili u narednim godinama. A participativne akcije su takve prioritetne akcije koje imaocu daju pravo ne samo na zagarantovanu dividendu, nego i pravo da učestvuju u raspodeli preostale dobiti društva, na isti način kao i imaoci redovnih akcija.

Postoji i podela na akcije sa pravom glasa i na akcije bez prava glasa. Akcije bez prava glasa ne daju imaocima pravo da glasaju na sednici skupštine akcionarskog društva. To su najčešće prioritetne akcije, za koje je prilikom emisije objavljeno da ne daju pravo glasa. Ako prioritetne dividenda nije isplaćena u roku od dve godine, imaoci takvih akcija imaju pravo glasa dok im se dividenda ne isplati. Nominalna vrednost akcija bez prava glasa ne može biti veća od 49% osnovnog kapitala akcionarskog društva.

Mogu da postoje i odobrene akcije. To su akcije koje za razliku od izdatih akcija (emitovanih akcija) nisu izdate nego društvo zadržava pravo da ih izda. Zakon izričito definiše odobrene akcije kao neizdate akcije. Društvo ne mora imate odobrene akcije. Broj odobrenih akcija može biti određen osnivačkim aktom akcionarskog društva. Tim aktom se određuje da li su u pitanju obične (redovne) akcije ili preferencijalne (prioritetne) akcije. Ukupan broj odobrenih akcija ne može biti veći od 50% od broja izdatih običnih akcija u vreme kada je taj broj određen osnivačkim aktom društva. Odobrene akcije mogu kasnije biti uvedene izmenom ili dopunom osnivačkog akta akcionarskog društva. Ako osnivački akt akcionarskog društva predviđa odobrene akcije, upisani osnovni kapital društva ne može biti niži od iznosa koji je određen zakonom (u zavisnosti od toga da li je u pitanju otvoreno ili zatvoreno akcionarsko društvo). Odluku o emitovanju odobrenih akcija donosi skupština akcionarskog društva. Osnivačkim aktom društva može biti određeno da upravni odbor ima pravo da odluči o emitovanju odobrenih akcija, s tim što se to ovlašćenje ne može dati upravnom odboru za period duži od pet godina od utvrđivanja broja odobrenih akcija u osnivačkom aktu društvu, uz mogućnost produženja tog roka. Skupština odnosno upravni odbor doneće odluku o emitovanju odobrenih akcija prema ukazanoj potrebi, na primer ako su društvu potrebna dodatna sredstva. U tom smislu se može reći da su odobrene akcije rezervne akcije ili rezervni kapital društva. Ulozi za odobrene akcije mogu biti novčani ili nenovčani, u skladu sa odlukom o emitovanju odobrenih akcija.

Finansijski derivati - To su poslovi u vezi sa hartijama od vrednosti koji su izvedeni iz hartija na koje se derivati odnose. Promet finansijskih derivata vrši se na berzama. Finansijski derivati su finansijski terminski ugovor i opcijski ugovor.

Finansijski terminski ugovor ima za predmet isporuku robe, zlata, deviza ili hartija od vrednosti, koja će se obaviti određenog dana u budućnosti po ceni koja je određena prilikom zaključenja ugovora. U ovu grupu poslova spadaju fjučers ugovori i svop ugovori. Fjučers ugovor je prenosiv ugovor o prodaji standardizovane količine tržišnog materijala. Ako cena predmeta ugovora raste, povećava se i cena iz fjučers ugovora, i obrnuto. Postoje i fjučers ugovori bez isporuke predmeta ugovora, kojima se ugovorne strane obavezuju da na dan utvrđen ugovorom obračunaju razliku između ugovorene cene i cene na taj dan. Prodavac nije obavezan da na taj dan isporuči predmet ugovora. Svop terminski ugovor je ugovor o istovremenoj promptnoj kupovini i terminskoj prodaji, najčešće deviza. Promptna kupovina jedne valute za drugu i terminska prodaja te iste valute za tu drugu valutu vrši se po istoj ceni.

Opcijski ugovor je takav ugovor kojim jedna ugovorpa strana stiče pravo, ali ne i obavezu, da kupi odnosno da proda predmet opcije u određenom periodu. S obzirom na to pravi se podela na kupovni opcijski ugovor i na prodajni opcijski ugovor. Cena koja je ugovorena važi za ceo ugovoreni rok. Kupac opcije nije obavezan da iskoristi pravo da kupi predmet opcije, odnosno prodavac da proda predmet opcije. Ako kupac odnosno prodavac ne iskoristi opciju u ugovorenom roku, gubi premiju koja ostaje drugoj ugovornoj strani.

7. IZDAVANJE I TRŽIŠTE HARTIJA OD VREDNOSTI U REPUBLICI SRBIJI

7.1. Uvodna razmatranja

U Republici Srbiji donet je Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Zakon je objavljen u „Službenom glasniku Republike Srbije", br. 47/2006. Zakonom su regulisana pitanja izdavanja i trgovanja hartijama od vrednosti na organizovanom tržištu hartija od vrednosti, kao i niz drugih pitanja u vezi sa tim, o čemu se govori u narednim izlaganjima.

Odredbama tog Zakona određene su osnovne vrste hartija od vrednosti koje mogu biti predmet javne ponude na organizovanom tržištu. To su: akcije; dužničke hartije od vrednosti; varanti i depozitne potvrde.

Akcije imaju poseban značaj i ulogu među hartijama od vrednosti. Akcija je hartija od vrednosti koja glasi na deo osnovnog kapitala akcionarskog društva. Kao hartije od vrednosti akcije predstavljaju jedno od osnovnih obeležja i specifičnosti akcionarskih društava, koja spadaju u najvažnije subjekte privrednog poslovanja, Prema tome, akcija je pojmovno nerazdvojno povezana sa akcionarskim društvom. Ovo društvo pribavlja sredstva za svoje osnivanje i poslovanje izdavanjem i prodajom određenog broja akcija. U vezi s tim, osnivači akcionarskog društva utvrđuju ukupan iznos sredstava potrebnih za navedene namene. Taj iznos je osnovni kapital akcionarskog društva. Utvrđivanje iznosa osnovnog kapitala akcionarskog društva je stvar samih osnivača i zavisi, u prvom redu, od karaktera i obima delatnosti koju ovo društvo obavlja, ali ni u kom slučaju ne može biti manji od minimuma propisanog zakonom. Za sve vreme postojanja akcionarskog društva njegov osnovni kapital mora biti trajno obezbeđen, odnosno mora biti očuvana njegova celovitost. Osnovni kapital akcionarskog društva obezbeđuje ss tako što osnivači ovog društva odrede broj delova od kojih se pomenuti kapital sastoji. Ti delovi predstavljaju akcije. Akcionarsko društvo jednom obavezno izdaje akcije i to prilikom njegovog osnivanja (akcije prve emisije). Da li će akcionarsko društvo izdavati akcije i posle osnivanja (akcije druge i narednih emisija), zavisi kako od „volje" i potreba samog društva, tako i od ispunjenja određenih zakonskih uslova. Po osnovu vlasništva nad jednom ili više akcija stiču ss određena prava u akcionarskom društvu. Vrsta i obim prava koje daje akcija u zavisnosti od toga kojoj vrsti, odnosno klasi (rolu) akcija pripada određena akcija.

Postoje razne vrste dužničkih hartija od vrednosti, a među njima su najznačajnije obveznice. Obveznica je takva hartija od vrednosti kojom se njen izdavalac obavezuje da će imaocu ove hartije od vrednosti isplatiti glavnicu i ugovorenu kamatu. Kao što se iz ovoga vidi, povodom obveznice nastaje kreditni odnos između njenog izdavaoca i njenog kupca, pa je zbog toga obveznica dužnička

(zajmovna, kreditna) hartija od vrednosti, Obveznica je serijska hartija od vrednosti, jer služi za prikupljanje većih iznosa novčanih sredstava od velikog broja fizičkih i pravnih lica. Bitna karakteristika obveznice je da njen izdavalac ima obavezu da njenom imaocu, na označeni dan dospelosti (dospelost je vreme kad obaveza mora biti izvršena), pored glavnice, tj. nominalne vrednosti obveznice koju je on uplatio prilikom njene kupovine, isplati i određeni iznos kamate. Iznos ove kamate je osnovni razlog zbog koga fizička ili pravna lica pristupaju kupovini obveznica. U principu, ova kamata treba da bude veća od bankarske, jer samo u tom slučaju predstavlja stimulans za ulaganje sredstava i obveznice (a ne njihovog davanja na štednju).

Obveznice i druge dužničke hartije od vrednosti mogu biti kratkoročne i dugoročne. Kod kratkoročnih dužničkih hartija od vrednosti obaveze koje iz njih proizilaze dospevaju u roku od godinu dana od dana njihovog izdavanja, a kod dugoročnih dužničkih hartija od vrednosti rok dospeća obaveza je duži od godinu dana. U veti sa ovim pitanjem treba imati u vidu da je pravilo da obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti ne mogu dospevati pre isteka roka od 30 dana od dana njihovog izdavanja (što se ne odnosi na dužničke hartije od vrednosti čiji je izdavalac Republika Srbija i Narodna banka Srbije, koje mogu dospevati i pre isteka pomenutog roka).

Treća vrsta hartija od vrednosti su varanti. To su takve hartije od vrednosti koje njihovom imaocu daju pravo na kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Kupovina, odnosno prodaja hartija od vrednosti po osnovu varanta vrši se određenog dana ili u odrađenom periodu, po unapred određenoj ili odredivoj ceni.

Depozitne potvrde su hartije od vrednosti koje izdaju banke koje poseduju inostrane akcije ili obveznice deponovane kod neke banke u inostranstvu, s tim što ove hartije od vrednosti predstavljaju domaći ekvivalent inostranih akcija ili obveznica. To znači da depozitne potvrde sadrže ista prava i obaveze kao i inostrane hartije od vrednosti u vezi sa kojima su te potvrde i izdate.

Pored hartija od vrednosti o kojima je napred bilo reči, zakonom i aktom Komisije za hartije od vrednosti mogu se utvrditi i druge hartije od vrednosti, odnosno drugi finansijski instrumenti koji mogu biti predmet javne ponude na organizovanom tržištu.

Oblik i elementi hartija od vrednosti - Hartije od vrednosti izdaju se, prenose i evidentiraju u obliku elektronskog zapisa u informacionom sistemu Centralnog registra.

Hartije od vrednosti naročito sadrže:

1. oznaku vrste hartije od vrednosti;
   a) oznaku klase, odnosno serije hartije od vrednosti ako je izdavalac izdao više klasa, odnosno serija hartija od vrednosti iste vrste;
2. naziv, sedište i matični broj izdavaoca hartija od vrednosti;
   a) naziv, sedište i matični broj pravnog lica, odnosno ime, prezime, adresu i jedinstveni matični broj fizičkog lica na čije ime glasi hartija od vrednosti;

3. nominalnu vrednost celokupne emisije hartija od vrednosti;
   a) nominalnu vrednost hartija od vrednosti, odnosno knjigovodstvenu vrednost ako se akcije izdaju bez nominalne vrednosti;
   b) opis prava i obaveza koje hartija od vrednosti sadrži i način njihovog ostvarenja;
   c) datum izdavanja, odnosno upisa hartije od vrednosti u Centralni registar.

Posebne elemente pojedinih vrsta hartija od vrednosti i jednoobraznu identifikaciju hartija od vrednosti utvrđuje Centralni registar.

Izdavaoci hartija od vrednosti - Hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koji se izdaju u skladu sa ovim zakonom mogu izdavati u Republici Srbiji:

1. pravna lica sa sedištem na teritoriji Republike;
   a) Republika, autonomne pokrajine, jedinice lokalne samouprave, pravna lica korisnici budžetskih sredstava i organizacije obaveznog socijalnog osiguranja, u skladu sa zakonom;
2. Narodna banka Srbije;
   a) pravna lica sa sedištem na teritoriji država članica OECD i EU i na teritoriji susednih država sa čijim institucijama nadležnim za kontrolu tržišta hartija od vrednosti Komisija ima zaključen ugovor kojim se uređuje saradnja nadležnih organa za kontrolu tržišta (hartije od vrednosti stranih pravnih lica).

Hartije od vrednosti koje domaća pravna lica izdaju i kojima trguju u Republici izražene su u dinarima. Dužničke hartije od vrednosti mogu biti izražene u stranoj valuti.

Za izdavanje hartija od vrednosti izraženih u stranoj valuti izdavalac je dužan da pribavi prethodnu saglasnost Narodne banke Srbije, u skladu s propisom Narodne banke Srbije.

7.2. Prava i ograničenja prava iz hartija od vrednosti

Prava iz hartija od vrednosti i prava na hartijama od vrednosti mogu sticati i njima raspolagati domaća i strana fizička i pravna lica, osim ako posebnim zakonom nije drukčije određeno.

Prava zakonitih imalaca hartija od vrednosti iz tih hartija nastaju upisom hartija od vrednosti na njihov račun koji se vodi u Centralnom registru. Izuzetno od stava 1. ovog člana, kad kastodi banka vodi račune hartija od vrednosti kod Centralnog registra u svoje ime, a za račun zakonitih imalaca koji su klijenti te banke, odnosno u ime klijenata te banke koji nisu zakoniti imaoci, a za račun zakonitih imalaca - zakoniti imalac ovih hartija od vrednosti jeste lice za čiji račun kastodi banka vodi račune hartija od vrednosti.

Prenos prava iz hartija od vrednosti vrši se prenosom hartije od vrednosti na račun novog zakonitog imaoca u Centralnom registru. Prava trećih lica na hartijama

od vrednosti stiču se i prenose upisom tih prava i njihovih korisnika na račun hartija od vrednosti zakonitih imalaca u Centralnom registru.

Pravima iz hartija od vrednosti se može neograničeno raspolagati u pravnom prometu, osim ako zakonom nije drukčije određeno.

Izuzetno raspolaganje pravima iz hartija od vrednosti može biti ograničeno:

1. ako zakoniti imalac u pismenoj formi izjavi da se odriče raspolaganja određenim ili svim pravima koja proističu iz hartija od vrednosti, ali ne u korist drugog lica, u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva;
2. ako nadležni sud donese odluku o zabrani raspolaganja određenim ili svim pravima iz hartija od vrednosti.

Ograničenje raspolaganja pravima iz hartija od vrednosti upisuje se na račun zakonitog imaoca tih hartija u Centralnom registru.

Zakoniti imalac može u svako doba povući izjavu kojom se odriče raspolaganja pravima iz hartija od vrednosti.

7.3. Vrste hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata

Osnovne vrste hartija od vrednosti - Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti sledeće hartije od vrednosti:

1. akcije - hartije od vrednosti koje glase na deo osnovnog kapitala akcionarskog društva;
2. dužničke hartije od vrednosti;
3. varanti - hartije od vrednosti koje imaocu daju pravo na kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, određenog dana, odnosno u određenom periodu, po unapred određenoj ili odredivoj ceni;
4. depozitne potvrde - hartije od vrednosti koje izdaju banke koje poseduju inostrane akcije ili obveznice deponovane kod banke u inostranstvu, a koje predstavljaju domaći ekvivalent inostranih akcija ili obveznica, odnosno sadrže istovetna prava i obaveze, kao i inostrane hartije od vrednosti na koje se odnose.

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti i druge hartije od vrednosti, odnosno finansijski instrumenti koje se utvrđuju u skladu sa zakonom i aktom Komisije.

Dužničke hartije od vrednosti - Obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti ne mogu dospevati pre isteka roka od 30 dana od dana njihovog izdavanja.

Izuzetno obaveze iz dužničkih hartija od vrednosti čiji je izdavalac Republika i Narodna banka Srbije mogu dospevati i pre isteka roka iz navedenog stava.

Dužničke hartije od vrednosti mogu biti kratkoročne ili dugoročne. Obaveze iz kratkoročnih dužničkih hartija od vrednosti dospevaju u roku do 365 dana od dana njihovog izdavanja. Dužničke hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti

koji se mogu zameniti za akcije ne mogu biti osnov za sticanje akcija pre isteka roka od šest meseci od dana njihovog izdavanja.

Standardizovani finansijski derivati - Standardizovani finansijski derivati mogu biti predmet javne ponude ako su utvrđeni pravilima poslovanja organizatora tržišta na koje saglasnost daje Komisija.

Standardizovani finansijski derivati su fjučers ugovori i opcijski ugovori.

Fjučers ugovor može biti:

1. fjučers ugovor sa isporukom predmeta ugovora - prenosivi standardizovani ugovor kojim se kupac obavezuje da plati unapred ugovorenu cenu na dan dospeća utvrđen ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora, odnosno kojim se prodavac obavezuje da na taj dan isporuči predmet ugovora;
2. fjučers ugovor bez isporuke predmeta ugovora - prenosivi standardizovani ugovor kojim se ugovorne strane obavezuju da na dan dospeća utvrđen ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora, isplate razliku između ugovorene cene predmeta ugovora i cene predmeta ugovora na dan dospelosti.

Opcijski ugovor je prenosivi standardizovani ugovor kojim kupac stiče pravo da, uz obavezu plaćanja ugovorene premije na dan, odnosno dane dospeća utvrđene ugovorom, a rok dospeća ne može biti kraći od tri dana od dana zaključenja ugovora - kupi ili proda predmet ugovora po ceni utvrđenoj ugovorom, a prodavac preuzima obavezu da tog dana proda ili kupi predmet ugovorne obaveze.

Predmet javne ponude na organizovanom tržištu mogu biti i drugi finansijski instrumenti s predmetom ugovora čiji su vrsta, količina, kvalitet i druga svojstva standardizovani i od čije cene na tržištu zavisi vrednost finansijskog instrumenta, ako su utvrđeni odlukom organizatora tržišta. Na ovu odluku Komisija daje saglasnost.

Standardizovanim finansijskim instrumentima može se trgovati samo na organizovanom tržištu - pod uslovima i na način koji su utvrđeni zakonom i aktima organizatora tržišta.

8. IZDAVANJE HARTIJA OD VREDNOSTI JAVNOM PONUDOM

8.1. Izdavanje javnom ponudom

Pravilo je da se hartije od vrednosti mogu izdavati isključivo putem javne ponude. Javna ponuda vrši se upućivanjem javnog poziva neodređenom broju

lica (putem odgovarajućeg sredstva javnog informisanja) za upis i uplatu hartija od vrednosti. Uz javni poziv mora se objaviti i prospekt za izdavanje hartija od vrednosti. Pored toga, lice koje namerava da izda hartije od vrednosti dužno je da Komisiji za hartije od vrednosti podnese određene isprave, akte i dokumenta predviđene u članu 25. stav 2. Zakona (1. zahtev za davanje odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti; 2. odluku izdavaoca o izdavanju hartija od vrednosti i njihovom uključivanju na tačno određeno vanberzansko tržište; 3. primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti; 4. primerak skraćenog prospekta za izdavanje hartija od vrednosti; 5. javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti; 6. osnivački akt izdavaoca; 7. rešenje o upisu u registar privrednih subjekata; 8. finansijske izveštaje; 9. izveštaj o reviziji finansijskih izveštaja; 10. potvrdu banke o stanju na računu izdavaoca u poslednjih 60 dana pre podnošenja zahteva i 11. saglasnost nadležnog organa, ako je zakonom određeno da e izdavanje harti a od vrednosti dozvoljeno samo uz prethodnu saglasnost tog organa). Za prospekt se da e odgovara uće odobrenje od strane Komisi e za hartije od vrednosti. Odobrenje prospekta vrši se putem donošenja rešenja. O rešenjima kojima se odobrava prospekt i izdavanje hartija od vrednosti vodi se poseban registar. Za vođenje ovog registra nadležna je Komisija za hartije od vrednosti.

Prospekt za izdavanje hartija od vrednosti je pismeni javni dokument koji sadrži podatke koji investitoru (licu koje kupuje hartije od vrednosti) omogućavaju jasan i celovit uvid u stvarni (objektivni) pravni i finansijski položaj izdavaoca hartija od vrednosti, u njegove poslovne mogućnosti i u prava i obaveze koje proizlaze iz hartija od vrednosti na koje se prospekt odnosi, kao i druge podatke bitne za donošenje investicione odluke. Značaj prospekta za izdavanje hartija od vrednosti ogleda se u zakonskom određivanju da formu i sadržinu zahteva za odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti, prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i skraćenog prospekta propisuje Komisija za hartije od vrednosti. Saglasno tome, jedino zahtev za odobrenje prospekta, prospekt i skraćeni prospekt koji su pripremljeni prema formi i sadržini predviđenoj od strane pomenutog organa mogu proizvoditi pravna dejstva. Komisija za hartije od vrednosti može zatražiti i da se pojedini podaci u prospektu na odgovarajući način posebno istaknu, a podnosilac zahteva za izdavanje prospekta mora udovoljiti takvom traženju. Ovaj organ ima diskreciono pravo da samostalno određuje u pogledu kojih podataka će zatražiti njihovo posebno isticanje, kao i način takvog isticanja.

U članu 28. stav 1. Zakona propisano je kada će se doneti rešenje o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. To će biti slučaj kada budu utvrđene sledeće činjenice: da prospekt sadrži sve podatke predviđene zakonom i da je uz njega priložena sva neophodna dokumentacija. Ako su ovi us-lovi ispunjeni, Komisija za hartije od vrednosti doneće pozitivno rešenje, tj. daće odobrenje prospekta. S druge strane, stavom 2. pomenute zakonske odredbe taksativno su navedeni slučajevi kada će se doneti rešenje o odbijanju zahteva za odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. Takvo rešenje Komisija za hartije od vrednosti će doneti: ako je sadržina prospekta u suprotnosti, odnosno njegova forma nije u skladu sa odredbama i aktima donetim na osnovu zakona; ako u prospektu nisu navedeni svi potrebni podaci ili nije priložena propisana dokumentacija; ako podaci u prospektu nisu u skladu sa odlukom izdavaoca o izdavanju hartija od

vrednosti, odnosno ako odgovaraju podacima u dostavljenoj dokumentaciji; ako je nad izdavaocem pokrenut postupak stečaja ili likvidacije i ako izdavalac nije ispunio obavezu izveštavanja propisanu zakonom. Inače, rok za donošenje rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti je relativno kratak - 20 dana od dana prijema urednog zahteva za davanje odobrenja.

Izdavalac hartija od vrednosti može se opredeliti i za preliminarni prospekt kada oceni da za to postoji odgovarajuća potreba i da će time ostvariti određene ciljeve. Ovaj prospekt prethodi prospektu o kojem je napred bilo reči (koje se mora pripremiti u određenom vremenskom periodu od dana sačinjavanja preliminarnog prospekta). Osnovno obeležje preliminarnog prospekta jeste da on ne mora sadržati sve podatke koji su inače obavezni kod prospekta. U vezi s tim, u preliminarnom prospektu ne moraju biti navedeni: cena hartija od vrednosti; visina kamatne stope i pokrovitelji emisije hartija od vrednosti. Izostavljanje nekog od ovih podataka (ili svih njih) može u određenim situacijama biti od značaja za izdavaoca hartija od vrednosti, zbog čega će se on odlučiti da podnese zahtev za odobrenje izdavanja preliminarnog prospekta. Preliminarni prospekt može biti javno objavljivan samo u određenom roku.

Taj rok iznosi šest meseci, računajući od dana donošenja rešenja o njegovom odobrenju. Zbog toga ss po preliminarnom prospektu ne mogu vršiti upis ni uplata hartija od vrednosti na koje se on odnosi.

Pored toga što može biti i preliminarni, prospekt za izdavanje hartija od vrednosti može biti i odloženi. Bitna karakteristika ovog prospekta je što se njime vrši odlaganje otpočinjanja postupka upisa i uplate hartija od vrednosti na koje se odložni prospekt odnosi. Ovo odlaganje ne može trajati duže od pet godina za odobreneja neizdate akcije, a 12 meseci za druge hartije od vrednosti (od dana donošenja rešenja o odobrenju odložnog prospekta). Ova prospekt ne mora sadržati dva podatka koja inače mora da sadrži prospekt. Ti podaci odnose se na cenu hartija od vrednosti i visinu kamatne stope. I odložni prospekt prethodi prospektu za izdavanje hartija od vrednosti, odnosno on se kasnije (kao i preliminarni prospekt) dopunjava podacima koji mu nedostaju, čime se stvaraju uslovi da odložni prospekt (za davanje odobrenja od strane Komisije za hartije od vrednosti) postane prospekt.

Pojedine okolnosti (koje nastupe od dana podnošenja zahteva za odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti do dana isteka roka za njihov upis i uplatu) mogu uticati na promenu vrednosti hartija od vrednosti koje će se izdavati. Stoga je članom 33. Zakona predviđeno da ukoliko takve okolnosti nastupe, izdavalac ima obavezu da Komisiji za hartije od vrednosti dostavi zahtev za odobrenje dopune prospekta. Ta obaveza izdavaoca odnosi se na svaki prospekt. Dostavljanje zahteva za odobrenje dopune prospekta mora se izvršiti narednog dana od dana nastupanja pomenutih okolnosti. Izvršena dopuna prospekta postaje sastavni deo prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. Naravno, ovakvom dopunom ne smeju se menjati podaci u prospektu na koje nove okolnosti nemaju uticaja. Izuzetak čine novi podaci koji su značajni za javnu ponudu hartija od vrednosti, čije dodavanje u dopunu prospekta nije zakonom zabranjeno.

8.2. Postupak izdavanja hartija od vrednosti javnom ponudom

Otpočinjanje postupka izdavanja hartija od vrednosti vrši se upućivanjem javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti i objavljivanjem skraćenog prospekta za njihovo izdavanje. Javni poziv je pisani dokument koji se upućuje anonimnim potencijalnim kupcima radi upisa i uplate hartija od vrednosti. Elementi javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti utvrđeni su na opšti način članom 41. stav 2. Zakona. Prema ovoj zakonskoj odredbi, pomenuti javni poziv sadrži:

- podatke o datumu otpočinjanja upisa i uplate i o roku za upis i uplatu hartija od vrednosti;
- podatke o mestu na kome se mogu izvršiti upis i uplata, odnosno uvid ili dobiti primerak prospekta za izdavanje hartija od vrednosti;
- najvažnije podatke o izdavanju i o hartijama od vrednosti koje će se izdavati. Bliže propisivanje sadržaja javnog poziva za upis i uplatu hartija od vrednosti, načina njegovog objavljivanja i sadržaja upisnice (izjave koju potpisuju lica koja vrše upis i uplatu hartija od vrednosti) u nadležnosti je Komisije za hartije od vrednosti. Izdavalac je dužan da javni poziv za upis i uplatu hartija od vrednosti objavi u roku od 30 dana od dana prijema rešenja o odobrenju prospekta za izdavanje hartija od vrednosti. Ako izdavalac to ne učini u ovom roku, rešenje o davanju odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti postaje ništavo.

Kako skraćeni prospekt za izdavanje hartija od vrednosti sadrži podatke bitne za objektivnu procenu hartija od vrednosti koje će se izdavati, to se i on stavlja na uvid javnosti i to u isto vreme kad i javni poziv za upis i uplatu ovih hartija. Stavljanje skraćenog prospekta na uvid javnosti vrši se u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike Srbije, u formi jedinstvenog oglasa (zajedno sa javnim pozivom za upis i uplatu hartija od vrednosti).

Upis hartija od vrednosti može se vršiti samo u brokersko-dilerskom društvu ili banci, koji su članovi Centralnog registra hartija od vrednosti (jer se u njegovom informacionom sistemu, u obliku elektronskog zapisa, izdaju, prenose i evidentiraju hartije od vrednosti koje su predmet uređivanja ovim zakonom). Ovaj upis vrši se na osnovu ugovora zaključenog u pismenoj formi između izdavaoca hartija od vrednosti i brokersko-dilerskog društva, odnosno banke. S druge strane uplata hartija od vrednosti vrši se isključivo u banci, na osnovu pismenog ugovora koji zaključuju izdavalac i banka. Pravilo je da se uplata hartija od vrednosti vrši u novcu. Izuzetno od ovog pravila, kada se izdavanje hartija od vrednosti vrši bez odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti, uplata akcija i hartija od vrednosti zamenljivih za akcije može se vršiti u novcu, u hartijama od vrednosti, u stvarima i drugim pravima.

Upis i uplata hartija od vrednosti mogu se vršiti samo u predviđenom roku. Ovaj rok ne može biti duži od tri meseca od dana koji je u javnom pozivu označen kao dan za otpočinjanje upisa i uplate hartija od vrednosti. Sledstveno tome, konkretan rok (u okviru njegove gornje granice predviđene zakonom), kao i uslovi upisa i uplate hartija od vrednosti, utvrđuju se javnim pozivom za upis i uplatu hartija od vrednosti i prospektom za izdavanje hartija od vrednosti. Treba napomenuti

da je Komisija za hartije od vrednosti ovlašćena da, po zahtevu izdavaoca, može produžiti rok za upis i uplatu hartija od vrednosti. Ovo produženje pomenutog roka može iznositi najviše 45 dana.

Na izuzetan značaj prospekta za izdavanje hartija od vrednosti ukazuje i zakonsko određenje da lice koje je izvršilo upis hartija od vrednosti samo na osnovu javnog poziva, a pre nego što mu je omogućen uvid u prospekt, može odustati od takvog upisa (član 45. Zakona). Odustajanje se vrši pismenom izjavom, koja se može dati u roku od dva dana od dana kada je uvid u prospekt izvršen. Od upisa izvršenog na navedeni način ne može odustati jedino profesionalni investitor, jer on, zbog vrste delatnosti koju obavlja, može da proceni značaj svoje buduće investicije u hartije od vrednost i bez uvida u prospekt za njihovo izdavanje.

U postupku izdavanja hartija od vrednosti na najpotpuniji način mora doći do izražaja načelo zakonitosti, zbog čega u ovom postupku nisu dozvoljene nikakve nepravilnosti. Doslednom primenom ovog načela štite se, kako javni interes, tako i interesi investitora tj. lica koja kupuju hartije od vrednosti. Ako do takvih nepravilnosti ipak dođe, posledice mogu biti različite. Naime, u takvom slučaju Komisija za hartije od vrednosti može:

- dati nalog izdavaocu hartija od vrednosti da u određenom roku otkloni uočene nepravilnosti;
- doneti rešenje o poništenju postupka javne ponude hartija od vrednosti.

Komisija za hartije od vrednosti najpre nalaže izdavaocu hartija od vrednosti da u roku koji ona sama odredi, otkloni utvrđene nepravilnosti (ako je to moguće učiniti). Za to vreme obustavlja se postupak upisa i uplate hartija od vrednosti, a ne teče ni rok za uplatu i upis tih hartija. U roku koji odredi pomenuta komisija, izdavalac hartija od vrednosti je dužan da dostavi ovom organu izveštaj (sa odgovarajućim dokazima) o tome da je otklonio uočene nepravilnosti. Ukoliko na osnovu ovog izveštaja utvrdi da su nepravilnosti na koje je ona ukazala otklonjene, Komisija za hartije od vrednosti svojim rešenjem prekida obustavu postupka za upis i uplatu hartija od vrednosti, o čemu je dužna da obavesti lica koja su izvršila njihov upis i uplatu.

Do donošenja postupka javne ponude hartija od vrednosti (kao mnogo teže mere od prethodne) dolazi u dva slučaja: kada izdavalac ne otkloni nepravilnosti u roku određenom nalogom Komisije za hartije od vrednosti ili kada ova Komisija u vršenju nadzora utvrdi da je u postupku javne ponude bilo nepravilnosti koje izdavalac ne može otkloniti. Poništenje postupka izdavanja hartija od vrednosti dovodi do nastanka određenih obaveza izdavaoca prema licima koja su izvršila upis i uplatu hartija od vrednosti koje je on izdao. Te obaveze izdavaoca su sledeće: da upisnicima hartija od vrednosti vrati uplaćene iznose sredstava, sa pripadajućom kamatom (u roku od tri dana od dana prijema rešenja Komisije za hartije od vrednosti o poništenju postupka izdavanja hartija od vrednosti javnom ponudom); da ovim licima nadoknadi štetu koju su pretrpela.

Kada istekne rok za upis i uplatu hartija od vrednosti nastaje sledeća faza u postupku izdavanja hartija od vrednosti, koja se odnosi na davanje odobrenja za njihovo izdavanje od strane Komisije za hartije od vrednosti. Ovo odobrenje daje

se po zahtevu izdavaoca hartija od vrednosti koji je on dužan da podnese u roku od sedam dana od dana isteka roka za upis i uplatu hartija od vrednosti. Uz zahtev se dostavlja i dokaz o broju upisanih i uplaćenih hartija od vrednosti. U vezi s tim, Komisija za hartije od vrednosti treba da utvrdi da li su upis i uplata hartija od vrednosti izvršeni u skladu sa javnim pozivom za upis i uplatu ovih hartija i prospektom za izdavanje hartija od vrednosti. U zavisnosti od stava koji zauzme po ovom pitanju, Komisija za hartije od vrednosti će doneti rešenje o odobrenju izdavanja hartija od vrednosti ili će odbiti zahtev izdavaoca za davanje pomenutog odobrenja.

Ishod javne ponude hartija od vrednosti je podatak od posebnog značaja, naročito u odnosu na lica koja su upisana i uplatila ove hartije. S obzirom na to, ovim članom je predviđena obaveza izdavaoca da objavi izveštaj o ishodu javne ponude hartija od vrednosti u jednom dnevnom listu (po sopstvenom izboru) koji se distribuira na celoj teritoriji Republike Srbije. Ovaj izveštaj mora da sadrži: podatke o upisanim i uplaćenim hartijama od vrednosti i naznaku da li je javna ponuda hartija od vrednosti bila uspešna ili ne. Pomenuti izveštaj izdavalac je dužan da objavi najkasnije u roku od sedam dana od dana isteka roka za upis i uplatu hartija od vrednosti.

Kada dobije rešenje Komisije za hartije od vrednosti kojim mu se odobrava izdavanje hartija od vrednosti, izdavalac ima zakonsku obavezu da otvori emisioni račun u Centralnom registru hartija od vrednosti i u taj registar upiše hartije od vrednosti. Otvaranje emisionog računa i upis hartija od vrednosti u pomenutom registru vrši se na osnovu zahteva izdavaoca, koji je on dužan da podnese u roku od sedam dana od dana prijema rešenja o odobrenju ili odbijanju izdavanja hartija od vrednosti (uz zahtev se mora priložiti rešenje o odobrenju izdavanja hartija od vrednosti i druga dokumentacija utvrđena aktom Centralnog registra).

Inače, izdavanje hartija od vrednosti vrši se tako što se one prenose sa emisionog računa (koji pripada izdavaocu) na račune lica koja su upisala i uplatila hartije od vrednosti. Svi ovi računi otvaraju se i vode u Centralnom registru hartija od vrednosti, a sam prenos izdatih hartija od vrednosti sa emisionog računa njihovog izdavaoca na račune lica koja su upisala i uplatila ove hartije vrši se u obliku odgovarajućeg elektronskog zapisa.

Pošto se izvrši upis izdatih hartija od vrednosti u Centralni registar hartija od vrednosti, te hartije se uključuju na organizovano tržište. Time se ostvaruje cilj izdavanja hartija od vrednosti, jer će njihovom prodajom izdavalac dobiti određena sredstva. U vezi sa uključenjem izdatih hartija od vrednosti na organizovano tržište, izdavalac hartija od vrednosti ima zakonsku obavezu da u predviđenom roku (tri dana od dana prijema obaveštenja od Centralnog registra hartija od vrednosti o izvršenom upisu hartija od vrednosti) podnese zahtev organizatoru tržišta za njihov prijem na vanberzansko tržište (u skladu sa svojom odlukom o izdavanju hartija od vrednosti) ili da u istom roku podnese zahtev za prijem tih hartija na berzansko tržište. Ukoliko izdate hartije od vrednosti ispunjavaju uslove za trgovinu na vanberzanskom, odnosno berzanskom tržištu, organizator tržišta, odnosno berza ima obavezu da ih primi na organizovano tržište i to najkasnije u roku od pet dana od dana podnošenja zahteva.

Uslov za uključivanje izdatih hartija od vrednosti na organizovano finansijsko tržište jeste da su one izdate javnom ponudom, odnosno da je njihov izdavalac dobio od Komisije za hartije od vrednosti rešenje o uključivanju tih hartija na organizovano tržište. Naravno, berza kao organizator tržišta može svojim aktima propisati i dodatne uslove za prijem hartija od vrednosti na listing berze. Ukoliko berza propiše ovakve dodatne uslove, neophodno je da na njih svoju saglasnost da Komisija za hartije od vrednosti.

9. TRGOVINA HARTIJAMA OD VREDNOSTI NA ORGANIZOVANOM TRŽIŠTU

9.1. Opšta pravila trgovine

Pod trgovinom hartijama od vrednosti podrazumeva se svaka prodaja i kupovina tih hartija koja se vrši nakon njihovog izdavanja. Hartije od vrednosti su naročito pogodne za trgovinu na organizovanom tržištu, jer se njihovi sastojci (sa izuzetkom cene) mogu tačno definisati, budući da se izdaje u velikom broju i sa istom sadržinom.

Prema pravilu sadržanom u odredbi člana 51. stav 1. Zakona, trgovina hartijama od vrednosti obavlja se na organizovanom tržištu (osim kada je ovim zakonom drukčije određeno). Ovo tržište predstavlja organizovano mesto i prostor koje je dostupno javnosti, a na kome se (po unapred propisanim pravilima) ispoljavaju ponuda i tražnja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i formira njihova tržišna cena. Značajno je istaći da se vlasničkim hartijama od vrednosti kojima se trguje na jednom organizovanom tržištu ne može trgovati na drugom organizovanom tržištu.

Na organizovanom tržištu mogu trgovati samo brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke. Ovi subjekti, da bi mogli trgovati na organizovanom tržištu, moraju biti njegovi članovi. Druga lica mogu trgovati na organizovanom tržištu isključivo posredstvom njegovih članova. Brokersko-dilersko društvo je pravno lice koje ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva. A pod ovlašćenom bankom podrazumeva se banka koja ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva.

Iz odredbe člana 52. stav 1. Zakona proizilazi da trgovina na organizovanom tržištu podrazumeva: javnu ponudu hartija od vrednosti i povezivanje ponude i potražnje hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata. Organizovano tržište obuhvata berzansko i vanberzansko tržište. Organizaciju i propisivanje uslova

poslovanja organizovanog tržišta, nadzor nad poslovanjem članova organizovanog tržišta, kao i prijem hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na organizovano tržište vrši organizator tržišta.

9.2. Izuzeci od obaveze odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti i trgovine javnom ponudom

Pravilo je da prospekt za izdavanje hartija od vrednosti mora biti odobren od strane Komisije za hartije od vrednosti i da se trgovina hartijama od vrednosti vrši putem javne ponude. Međutim, od ovog pravila postoje i određeni izuzeci. Prvi izuzetak kada nije obavezno odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti odnosi se na situaciju kada preduzeće izdaje akcije u postupku privatizacije državnog, odnosno društvenog kapitala. Intencija ovog izuzetka je da se pojednostavi, pospeši i ubrza postupak privatizacije. Odobrenje prospekta za izdavanje hartija od vrednosti nije obavezno ni kada se vrši izdavanje i ponuda kratkoročnih hartija od vrednosti fizičkim i pravnim licima čiji broj nije veći od 100 (izdavanje i ponuda ovih hartija od vrednosti vrši se bez upućivanja javnog poziva i bilo kog drugog oblika javnog oglašavanja). Drugi izuzetak od obaveze odobrenja prospekta za izdavanje hartija od vrednosti određen je prema vrsti investitora. Ovaj izuzetak je utvrđen zbog posebnog društvenog značaja koji imaju pojedini investitori (Republika Srbija, Narodna banka Srbije) ili zato što su u pitanju profesionalni investitori (koji zbog delatnosti koju obavljaju mogu da procene značaj svoje investicije u hartije od vrednosti) ili što se radi o drugim unapred poznatim licima (postojećim akcionarima, zaposlenima kod izdavaoca - kad se akcije izdaju jedino radi dodele tim licima). Uslov za primenu ovih izuzetaka je da se izdavanje i ponuda celokupne emisije hartija od vrednosti nekom od navedenih investitora vrši bez javne ponude ili bilo koje druge vrste javnog oglašavanja.

Članom 55. Zakona propisana su pravila postupka izdavanja hartija od vrednosti bez javne ponude (koje se izdaju unapred poznatim kupcima). Ova pravila odnose se na sledeća pitanja:

- obaveze izdavaoca pomenutih hartija od vrednosti pre otpočinjanja njihovog upisa i uplate (podnošenje zahteva za odobrenje izdavanja hartija od vrednosti i dostavljanje određene dokumentacije Komisiji za hartije od vrednosti;
- donošenje rešenja o odobrenju izdavanja hartija od vrednosti bez javne ponude (koje donosi Komisija za hartije od vrednosti kada utvrdi da su za to ispunjeni predviđeni zakonski uslovi);
- zaključivanje ugovora između izdavaoca navedenih hartija od vrednosti i subjekata koji se, u smislu člana 54. stav 1. Zakona, smatraju unapred poznatim kupcima (ovim ugovorom uređuju se međusobni odnosi izdavaoca i tih lica povodom izdavanja hartija od vrednosti).

Odredbom člana 57. Zakona ograničen je promet hartija od vrednosti izdatih unapred poznatim kupcima (izuzeti prema vrsti investitora) i uređeno njihovo uključivanje na organizovano tržište. Pomenuto ograničenje ogleda se u tome što ovakve hartije od vrednosti ne mogu biti predmet javne ponude na

organizovanom tržištu u određenom vremenskom periodu (najmanje godinu dana od dana njihovog izdavanja). Ovo ograničenje uspostavljeno je zbog toga što su ove hartije od vrednosti izdate bez odobrenja prospekta za izdavanje tih hartija. Izuzetno od navedenog pravila, pomenutim hartijama od vrednosti može se trgovati na organizovanom tržištu i pre isteka navedenog roka ako izdavalac dobije odobrenje za uključivanje tih hartija od vrednosti na organizovano tržište. Po isteku roka od 12 meseci zakonski imalac hartija od vrednosti izdatih bez javne ponude (koje je stekao od izdavaoca) može da vrši njihovo otuđivanje javnom ponudom ukoliko njihov izdavalac dobije odobrenje Komisije za hartije od vrednosti za uključivanje tih hartija os1 vrednosti na organizovano tržište.

9.3. Organizatori tržišta hartija od vrednosti

Organizovano tržište obuhvata berzansko i vanberzansko tržište. Organizatori tržišta obavljaju delatnost organizovanja berzanskog i vanberzanskog tržišta. To može biti berza i organizator vanberzanskog tržišta.

Osnovna razlika među njima je u tome što se na berzanskom tržištu kotiraju samo hartije od vrednosti koje ispune uslove propisane od strane berze (na koje je dala saglasnost Komisija za hartije od vrednosti), a na vanberzansko tržište uključuju se hartije od vrednosti izdate javnom ponudom bez propisivanja dodatnih uslova za to uključivanje. Na organizovanom tržištu može se trgovati hartijama od vrednosti samo ukoliko je njihov izdavalac od Komisije za hartije od vrednosti dobio odobrenje za izdavanje hartija od vrednosti, odnosno za njihovo uključenje na tržište. Bez ovog odobrenja, na organizovanom tržištu se može trgovati samo hartijama od vrednosti koje izdaju Republika Srbija i Narodna banka Srbije.

Da bi organizovano tržište moglo da funkcioniše, mora postojati organizator tržišta. Pod organizatorom tržišta podrazumeva se pravno lice koje ima dozvolu za rad izdatu od strane Komisije za hartije od vrednosti i koje obavlja poslove organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i standardizovanim finansijskim derivatima. Organizator tržišta može biti: berza i organizator vanberzanskog tržišta. Kao institucija, berza može da, uz berzansko tržište, organizuje i vanberzansko tržište, dok organizator vanberzanskog tržišta može da organizuje trgovinu hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima isključivo na vanberzanskom tržištu.

Organizator tržišta je pravno lice osnovano kao akcionarsko društvo, u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva. Delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom, odnosno vanberzanskom tržištu ne može se obavljati bez prethodno dobijene dozvole Komisije za rad berze, odnosno dozvole za rad organizatora vanberzanskog tržišta.

Dozvoljeno je spajanje organizatora tržišta isključivo sa drugim organizatorom tržišta, uz prethodno dobijenu saglasnost Komisije. Komisija bliže uređuje postupak spajanja organizatora tržišta i potrebnu dokumentaciju za spajanje. Komisija vodi registar izdatih dozvola za rad organizatora tržišta.

GLAVA DRUGA

1. BERZE I BERZANSKO POSLOVANJE U NAŠEM PRIVREDNOM SISTEMU

1.1. Organizatori tržišta hartija od vrednosti

Organizovano tržište obuhvata berzansko i vanberzansko tržište. Organizatori tržišta obavljaju delatnost organizovanja berzanskog i vanberzanskog tržišta. To može biti berza i organizator vanberzanskog tržišta.

Osnovna razlika među njima je u tome što se na berzanskom tržištu kotiraju samo hartije od vrednosti koje ispune uslove propisane od strane berze (na koje je dala saglasnost Komisija za hartije od vrednosti), a na vanberzansko tržište uključuju se hartije od vrednosti izdate javnom ponudom bez propisivanja dodatnih uslova za to uključivanje. Na organizovanom tržištu može se trgovati hartijama od vrednosti samo ukoliko je njihov izdavalac od Komisije za hartije od vrednosti dobio odobrenje za izdavanje hartija od vrednosti, odnosno za njihovo uključenje na tržište. Bez ovog odobrenja, na organizovanom tržištu se može trgovati samo hartijama od vrednosti koje izdaju Republika Srbija i Narodna banka Srbije.

Da bi organizovano tržište moglo da funkcioniše, mora postojati organizator tržišta. Pod organizatorom tržišta podrazumeva se pravno lice koje ima dozvolu za rad izdatu od strane Komisije za hartije od vrednosti i koje obavlja poslove organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i standardizovanim finansijskim derivatima. Organizator tržišta može biti: berza i organizator vanberzanskog tržišta. Kao institucija, berza može da, uz berzansko tržište, organizuje i vanberzansko tržište, dok organizator vanberzanskog tržišta može da organizuje trgovinu hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima isključivo na vanberzanskom tržištu.

Organizator tržišta je pravno lice osnovano kao akcionarsko društvo, u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva. Delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom, odnosno vanberzanskom tržištu ne može se obavljati bez prethodno dobijene dozvole Komisije za rad berze, odnosno dozvole za rad organizatora vanberzanskog tržišta.

Dozvoljeno je spajanje organizatora tržišta isključivo sa drugim organizatorom tržišta, uz prethodno dobijenu saglasnost Komisije. Komisija bliže

uređuje postupak spajanja organizatora tržišta i potrebnu dokumentaciju za spajanje. Komisija vodi registar izdatih dozvola za rad organizatora tržišta.

1.2. Berza

Berza je pravno lice organizovano kao akcionarsko društvo koje obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzanskom tržištu, odnosno na berzanskom i vanberzanskom tržištu. Prema tome, pojam berze obuhvata tri veoma značajna elementa:

- berza je pravno lice (što znači da ima pravnu i poslovnu sposobnost i da, kao takva, samostalno posluje);
- berza se organizuje isključivo kao akcionarsko društvo (iz čega proizilazi da se berza ne može organizovati ni u kakvoj drugoj pravnoj formi privrednih društava);
- berza obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima (ali njena delatnost ne može biti trgovina ovim finansijskim instrumentima, jer to čine članovi berze).

Kao specijalizovana institucija, berza ima izuzetan značaj za funkcionisanje organizovanog tržišta hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, jer se na njoj sučeljavaju ponuda i tražnja tržišnog materijala. Berza je, dakle, organizovano i specijalizovano tržište, konstituisano kao akcionarsko društvo, koje ima svoje organe i koje radi po unapred detaljno utvrđenim i strogim pravilima, koja su posebnog karaktera.

Delatnost berze - Organizovanje trgovine hartijama od vrednosti obuhvata sledeće poslove:

1. organizovanje javne ponude hartija od vrednosti i povezivanje ponude i tražnje hartija od vrednosti;
2. objavljivanje informacije o ponudi, tražnji i tržišnoj ceni hartija od vrednosti i drugih podataka značajnih za trgovinu hartijama od vrednosti;
3. utvrđivanje i objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti;
4. obavljanje drugih poslova u skladu sa zakonom.

Navedene odredbe odnose se i na poslovanje sa drugim finansijskim instrumentima.

Zabranjeni poslovi - Berza ne može trgovati hartijama od vrednosti, niti davati savete koji se odnose na kupovinu i prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, kao ni savete o izboru brokersko-dilerskog društva ili ovlašćene banke, ne može obavljati poslove koji su zakonom određeni kao delatnosti brokersko-dilerskog društva.

Osnovni kapital - Novčani deo osnovnog kapitala berze ne može biti manji od 1.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate.

Na ovaj način delatnost berze svedena je na obavljanje onih poslova koji služe ostvarivanju njene društvene funkcije, a pomenutim zabranama obezbeđuje

se i njena nepristrasnost u radu, kao i ravnopravnost učesnika na tržištu hartija od vrednosti.

Za berzu je karakteristično da mora imati veoma razvijen informacioni sistem da bi mogla uspešno obavljati svoju delatnost. U vezi s tim, berza je dužna da svoj informacioni sistem organizuje tako da se njime obezbeđuje da svi učesnici u trgovini hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima mogu istovremeno, ravnopravno i pod jednakim uslovima davati i prihvatati naloge za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na berzi i da svi učesnici u navedenoj trgovini na berzi imaju u istom trenutku jednak pristup informacijama o hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima kojima se obavlja trgovina.

Delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima berza može obavljati samo ako je na odgovarajući način kadrovsko i organizaciono osposobljena i tehnički opremljena.

Dozvola za rad berze - Uslov za rad berze je dobijanje dozvole za njen rad. Za davanje ove dozvole nadležna je Komisija za hartije od vrednosti. Da bi se dobila dozvola za rad, neophodno je podneti zahtev za njeno izdavanje.

Komisija izdaje dozvolu za rad berze na osnovu podnetog zahteva i propisane dokumentacije, koju čine:

1. osnivački akt berze;
2. dokaz o poreklu osnivačkog kapitala;
3. dokaz o uplati osnovnog kapitala na privremeni račun kod banke;
4. dokaz o kadrovskoj i organizacionoj osposobljenosti i tehničkoj opremljenosti;
5. statut berze;
6. pravila poslovanja berze;
7. pravilnik o listingu i kotaciji berze;
8. spisak osnivača, odnosno akcionara berze sa izvodom iz registra privrednih subjekata, odnosno overenim prevodom izvoda iz registra za strana pravna lica;
9. podaci o učešću lica - osnivača u osnovnom kapitalu berze, koje se izražava u procentima;
10. tarifnik berze;
11. podaci o članovima uprave berze.

Sadržinu zahteva za davanje dozvole za rad berze bliže propisuje Komisija.

1.3. Dozvola za rad berze daje se na neodređeno vreme

Berza stiče svojstvo pravnog lica upisom u registar privrednih subjekata.

Berza je dužna da, u roku od 30 dana od dana prijema rešenja Komisije o davanju dozvole za rad i rešenja o davanju prethodne saglasnosti za izbor, odnosno

imenovanje članova uprave berze, podnese prijavu za upis u registar privrednih subjekata, u skladu sa zakonom kojim se uređuje registracija privrednih subjekata.

Izvod iz upisa u registar privrednih subjekata berza dostavlja Komisiji, u roku od sedam dana od dana prijema rešenja o upisu.

Berza ne sme da otpočne da obavlja delatnost za koju je dobila dozvolu za rad pre upisa te delatnosti u registar privrednih subjekata.

1.4. Upis berze u registar privrednih subjekata

Da bi mogla otpočeti sa radom berza mora biti upisana u registar privrednih subjekata. U ovaj registar, koji vodi Agencija za privredne registre, upisuju se određeni subjekti, kao i određene činjenice i podaci o njihovom pravnom položaju, promenama, prestanku i dr. Osnovna uloga registra privrednih subjekata je obezbeđenje sigurnosti u pravnom prometu. Registar je javna knjiga, pa su zbog toga svi podaci koji su u njemu upisani javni i svakom dostupni, bez dokazivanja pravnog interesa za uvid u njih.

1.5. Uprava berze i zaposleni na berzi

Komisija donosi rešenje o davanju prethodne saglasnosti a zatim i za izbor, odnosno imenovanje direktora, odnosno predsednika i članova upravnog odbora berze (članovi uprave).

Za člana uprave berze može biti izabrano lice koje nije:

1. pravnosnažno osuđivano za krivična dela protiv radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, pranja novca, javnog reda i pravnog saobraćaja i službene dužnosti, a za koje je kao najmanja mera propisana kazna zatvora u trajanju od jedne godine, kao ni za drugo krivično delo;
2. izvršilo težu povredu odredaba ovog zakona o pravilima sigurnog i dobrog poslovanja, o zabrani korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija, odnosno o zabrani manipulacija, pravila poslovnog morala, savesnog poslovanja i pravila o upravljanju rizikom ili na drugi način teže ugrozilo interese učesnika na organizovanom tržištu. 3. član uprave berze ne može biti lice koje je član uprave: drugog organizatora tržišta ili je njegov zaposleni; brokersko-dilerskog društva ili ovlašćene banke; banke sa kojom berza ima zaključen ugovor.

Član uprave berze mora imati odgovarajuću poslovnu reputaciju i najmanje tri godine radnog iskustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu na poslovima:

1. u brokersko-dilerskom društvu;
2. na berzi hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata;
3. u banci;
4. u društvu za upravljanje investicionim ili dobrovoljnim penzijskim fondovima;

5. u osiguravajućem društvu;
6. u Narodnoj banci Srbije, organu državne uprave, organizaciji ili pravnom licu koje poslove u vezi sa hartijama od vrednosti obavlja za račun države kao poverene poslove;
7. u Komisiji;
8. u Centralnom registru;
9. naučnog radnika iz oblasti hartija od vrednosti, privrednog prava, računovodstva i revizije;
10. u privrednom društvu ili drugom pravnom licu na finansijskim poslovima.

Kadrovska i organizaciona osposobljenost i tehnička opremljenost berze - Komisija će berzi dati dozvolu za rad ako berza:

1. ima najmanje tri lica koja su zaposlena na neodređeno vreme, koja imaju dozvolu za obavljanje poslova brokera, a koja im ranije nije oduzimana i ispunjavaju navedene propisane uslove;
2. ispunjava druge uslove koji se odnose na kadrovsku i organizacionu osposobljenost i tehničku opremljenost, u skladu sa zakonom i aktom Komisije.

Zaposleni na berzi - Zaposleni na berzi ne mogu biti članovi uprave, niti zaposleni kod brokersko-dilerskih društava, banaka ili izdavalaca hartija od vrednosti čijim se hartijama od vrednosti trguje na toj berzi. Ova zabrana traje i po prestanku radnog odnosa - najviše šest meseci od dana prestanka radnog odnosa, ako je to predviđeno ugovorom o radu.

1.6. Član berze

Poslove trgovine hartijama od vrednosti na berzi obavljaju članovi berze. Izuzetno hartijama od vrednosti na berzi mogu trgovati Republika i Narodna banka Srbije.

Brokersko-dilersko društvo je pravno lice koje ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva na organizovanom tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, na način i pod uslovima predviđenim zakonom. Ovlašćena banka je banka koma ima dozvolu Komisije za hartije od vrednosti za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva u skladu sa Zakonom.

Članovi berze su brokersko-dilerska društva i ovlašćene banke. Statutom berze propisuju se uslovi za sticanje svojstva člana berze, opšta pitanja nadzora koji berza sprovodi nad poslovanjem člana berze, kao i uslovi za isključenje člana i prestanak članstva. Prijem u članstvo berze vrši se na osnovu podnetog zahteva i dokumentacije propisane aktima berze.

Berza ne sme povrediti princip ravnopravnosti članova berze.

Član berze je dužan naročito da:

1. se pridržava svih akata berze;
2. savesno obavlja poslove na berzi;

3. ne zloupotrebljava informacije koje nisu dostupne svim učesnicima na berzi;
4. pismeno obaveštava berzu o svakoj promeni svojih ovlašćenja, prava, obaveza i odgovornosti u pravnom prometu, a naročito o promenama koje se odnose na uslove na osnovu kojih je stekao članstvo na berzi;
5. plaća članarinu, proviziju od zaključenih poslova trgovine hartijama od vrednosti na berzi i druge naknade utvrđene pravilnikom o tarifi.

Berza vrši nadzor članova berze u vezi sa poslovima zaključenim na berzi. U vršenju nadzora, berza ima pravo neposrednog uvida u knjigu naloga člana berze i drugih dokumenata u vezi s poslovima koji se zaključuju na berzi. O preduzetim merama prema članovima berze, berza obaveštava Komisiju. Berza je dužna da u istim okolnostima preduzima iste mere prema svim članovima berze.

Informacioni sistem berze - Berza organizuje informacioni sistem kojim se obezbeđuje:

1. da svi učesnici u trgovini hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima mogu istovremeno, ravnopravno i pod jednakim uslovima davati i prihvatati naloge za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na berzi;
2. da svi učesnici u trgovini hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na berzi imaju u istom trenutku jednak pristup informacijama o hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima kojima se obavlja trgovina.

1.7. Arbitraža berze

Radi rešavanja sporova između učesnika na berzi po poslovima zaključenim na berzi, berza obrazuje arbitražu. Arbitraža berze ima listu arbitara, koju propisuje skupština berze. Članovi uprave berze ne mogu biti članovi arbitraže berze. Arbitraža berze donosi pravilnik kojim se uređuje način obavljanja poslova arbitraže. Odluka arbitraže je konačna. Komisija propisuje uslove i način obrazovanja arbitraže u slučajevima eventualnih sporova između berze i učesnika na berzi.

1.8. Berzansko tržište

Na berzanskom tržištu može se trgovati samo hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima koji su primljeni na listing berze. Uslove za listing i kotaciju hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata na berzi propisuje berza, pravilnikom o listingu i kotaciji tih hartija na koji Komisija daje saglasnost.

Hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente berza uključuje na berzansko tržište na zahtev izdavaoca i ako su ispunjeni uslovi za prijem na listing berze utvrđeni pravilnikom o listingu i kotaciji.

Berza javno objavljuje na svojoj internet stranici i u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike listu izdavalaca i vrstu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata za koje je donela rešenje o prijemu na listing berze, u roku od dva dana od dana donošenja rešenja. Izuzetno od ovog pravila dužničkim hartijama od vrednosti koje izdaju Republika i Narodna banka Srbije, može se trgovati na berzanskom tržištu bez posebnih uslova koje utvrđuje berza za druge izdavaoce hartija od vrednosti.

Inostrane hartije od vrednosti, odnosno hartije od vrednosti koje izdaju strana pravna lica, mogu se primiti na listing i kotirati na berzi pod uslovima utvrđenim zakonom i aktima berze.

1.9. Nadzor nad poslovanjem berze

Nadzor nad zakonitošću poslovanja berze vrši Komisija za hartije od vrednosti. Komisija najmanje dva puta godišnje vrši nadzor nad zakonitošću poslovanja berze.

Nadzor nad zakonitošću podrazumeva i neposredan nadzor u poslovnim prostorijama berze. Ovlašćeno lice Komisije može u postupku nadzora da:

1. pregleda akte, poslovne knjige, izvode s računa, korespodencije i druge dokumente berze;
2. zahteva informacije o pojedinim pitanjima značajnim za poslovanje berze.

O izvršenom nadzoru nad zakonitošću poslovanja berze sastavlja se zapisnik.

Ako u postupku nadzora utvrdi nezakonitosti, odnosno nepravilnosti u poslovanju berze, Komisija donosi odluku kojom nalaže berzi da u određenom roku otkloni te nezakonitosti, odnosno nepravilnosti i može preduzeti jednu ili više mera:

1. izreći javnu opomenu;
2. dati nalog berzi da privremeno obustavi trgovinu određenim hartijama od vrednosti, odnosno da isključi sa listinga određene hartije od vrednosti;
3. dati nalog berzi da privremeno obustavi rad u trajanju do tri meseca;
4. dati nalog za privremenu zabranu raspolaganja sredstvima sa računa berze i drugom imovinom berze u trajanju do tri meseca;
5. dati nalog za privremenu zabranu isplate naknada članovima organa uprave berze i zaposlenima;
6. oduzeti dozvolu za rad berze;
7. preduzeti i druge mere, u skladu sa ovim zakonom i svojim aktima.

Odluku o preduzetim navedenim merama Komisija objavljuje u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike i na svojoj internet stranici, osim ako bi takvo objavljivanja ozbiljno ugrozilo finansijsko tržište ili prouzrokovalo nesrazmernu štetu za berzu.

Bliže uslove i način vršenja nadzora, postupak izdavanja naloga i preduzimanja mera, rokove za izvršavanje naloga i trajanje mera propisuje Komisija.

1.10. Prestanak rada berze

Prestanak rada berze je gašenje berze kao pravnog subjekta (prestanak pravnog postojanja berze). Smatra se da je berza prestala sa radom kada bude brisana iz registra privrednih subjekata.

Do prestanka rada berze može doći iz dva razloga: voljom berze i nezavisno od njene volje. Pod prestankom rada berze po njenoj volji podrazumeva se prestanak rada berze u slučaju kada ona obavesti Komisiju za hartije od vrednosti da prestaje sa obavljanjem delatnosti i, u vezi s tim, podnese zahtev za brisanje iz registra dozvola za rad organizatora tržišta. Nezavisno od svoje volje berza prestaje da radi po različitim osnovama čije nastupanje ne zavisi od volje berze. Ti osnovi nastupaju u sledećim slučajevima: 1) ako berza ne obavlja svoju delatnost duže od šest meseci; 2) ako je dozvola za rad berze pribavljena na osnovu neistinitih podataka; 3) ako berza ne obavlja poslove u vezi sa hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima u skladu sa zakonom; 4) ako prestane da ispunjava uslove propisane za dobijanje dozvole za rad, 5) ako prekrši obavezu zabrane manipulacije; 6) ako u roku utvrđenom aktom Komisije 140 za hartije od vrednosti ne postupi po nalogu ove Komisije za otklanjanje utvrđenih nezakonitosti, odnosno nepravilnosti.

U svim slučajevima prestanka rada berze Komisija za hartije od vrednosti oduzima berzi dozvolu za rad i pokreće postupak njene likvidacije ili stečaja, u zavisnosti od osnova po kome prestaje rad berze. Odluka o otvaranju postupka likvidacije, odnosno stečaja nad berzom dostavlja se Komisiji za hartije od vrednosti.

1.11. Organizator vanberzanskog tržišta

Organizator vanberzanskog tržišta je pravno lice organizovano kao akcionarsko društvo koje obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na vanberzanskom tržištu.

Osnivač, odnosno akcionar organizatora vanberzanskog tržišta može biti Republika, domaće i strano, pravno i fizičko lice. Na organizatora vanberzanskog tržišta primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva.

Na vanberzansko tržište uključuju se hartije od vrednosti i drugi finansijski instrumenti koji ne ispunjavaju uslove za prijem na listing berzanskog tržišta, odnosno kada njihov izdavalac zahteva prelazak sa jednog na drugo organizovano tržište. Organizator vanberzanskog tržišta bliže propisuje način prijema hartija od vrednosti na ovo tržište (na koje mogu biti uključene samo one hartije od vrednosti koje su izdate javnom ponudom, odnosno za koje je izdavalac dobio od Komisije za hartije od vrednosti rešenje o njihovom uključivanju na organizovano tržište).

Osnovni kapital - Novčani deo osnovnog kapitala organizatora vanberzanskog tržišta ne može biti manji od 750.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate.

Odredbe Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata koje se odnose na pravni status, sticanje kvalifikovanog učešća, delatnost, izdavanje dozvole za rad, upis u sudski registar, korišćenje naziva, upravu, zaposlena lica, opšte akte, promenu naziva sedišta i adrese, članove, informacioni sistem, arbitražu, trgovinu dužničkim hartijama od vrednosti Republike i Narodne banke Srbije, inostrane hartije od vrednosti, hartije stranog pravnog lica, početak trgovanja, kursnu listu, obustavu trgovine hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima, nadzor i prestanak rada berze, shodno se primenjuju i na organizatora vanberzanskog tržišta.

1.12. Ovlašćeni učesnici na organizovanom tržištu

1.12.1. Brokersko-dilersko društvo

Osnivanje - Brokersko-dilersko društvo je pravno lice organizovano kao akcionarsko društvo koje delatnosti obavlja na organizovanom tržištu. Na brokersko-dilersko društvo primenjuju se, po pravilu, odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva. Delatnosti brokersko-dilerskog društva ne mogu se obavljati bez dozvole za obavljanje tih delatnosti na organizovanom tržištu, koju daje Komisija. Brokersko-dilersko društvo može osnovati pravno i fizičko lice.

Brokersko-dilersko društvo može po dobijanju dozvole koju daje Komisija, obavljati sledeće delatnosti:

1. posredovanje u kupovini i prodaji hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata i kupovina i prodaja tih instrumenata u svoje ime, a za račun nalogodavca, odnosno u ime i za račun nalogodavca (brokerski poslovi);
2. kupovina i prodaja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata u svoje ime i za svoj račun, radi ostvarivanja razlike u ceni (dilerski poslovi);
3. obavezna kupovina i prodaja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata u svoje ime i za svoj račun po ceni koju unapred objavljuje brokersko-dilersko društvo (poslovi market-mejkera);
4. upravljanje hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima u ime i za račun nalogodavca (poslovi portfolio menadžera);
5. organizovanje izdavanja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata bez obaveze otkupa neprodatih hartija od vrednosti, odnosno organizovanje uključivanja hartija od vrednosti na organizovano tržište (poslovi agenta emisije);
6. organizovanje izdavanja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata sa obavezom njihovog otkupa od izdavaoca radi dalje prodaje, ili sa obavezom otkupa od izdavaoca neprodatih hartija od vrednosti (poslovi pokrovitelja emisije);

7. pružanje savetodavnih usluga u vezi s poslovanjem hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (poslovi investicionog savetnika).

Poslove investicionog savetnika brokersko-dilersko društvo ne može obavljati kao jedinu delatnost.

Odredbe o delatnostima brokersko-dilerskih društava odnose se i na poslovanje drugim finansijskim instrumentima. Brokersko-dilersko društvo može obavljati i poslove koji se odnose na trgovinu drugim finansijskim instrumentima, ako je to propisano posebnim zakonom.

Dozvola za obavljanje poslova investicionog savetnika nije obavezna kada se takvi poslovi obavljaju:

1. povodom pružanja savetodavnih usluga u okviru osnovne delatnosti koju obavlja advokat, poreski savetnik, računovođa ili revizor - ako lice koje pruža savetodavne usluge to čini bez posebne naknade, osim naknade koju prima za obavljanje osnovne delatnosti;
2. u okviru osnovne delatnosti pravnih lica osnovanih u skladu sa odredbama posebnog zakona - ako je pružanje savetodavnih usluga u vezi sa poslovanjem hartijama od vrednosti tim zakonom utvrđeno kao osnovna delatnost.

Osnovni kapital - Novčani deo osnovnog kapitala brokersko-dilerskog društva ne može biti manji od iznosa koji je propisan i zakonom.

Osnovni kapital uplaćuje se u celosti pre upisa brokersko-dilerskog društva u registar privrednih subjekata, odnosno pre upisa delatnosti brokersko-dilerskog društva u registar privrednih subjekata. Brokersko-dilersko društvo koje ispunjava uslov u pogledu osnovnog kapitala za obavljanje delatnosti za koju se zahteva veći iznos, smatra se da ispunjava uslov u pogledu novčanog dela osnovnog kapitala za obavljanje delatnosti za koju je propisan niži iznos. Brokersko-dilersko društvo dužno je da trajno održava minimalni iznos osnovnog kapitala za obavljanje delatnosti.

Kadrovska i organizaciona osposobljenost i tehnička opremljenost -Brokersko-dilersko društvo može obavljati delatnosti ako ispunjava uslove kadrovske i organizacione osposobljenosti i tehničke opremljenosti u skladu sa zakonom i aktom Komisije.

Uprava brokersko-dilerskog društva - Komisija donosi rešenje o davanju prethodne saglasnost za izbor, odnosno imenovanje direktora, odnosno predsednika i članova upravnog odbora - član uprave.

Za člana uprave brokersko-dilerskog društva može biti izabrano lice koje nije:

1. pravnosnažno osuđivano za krivična dela protiv radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, pranja novca, javnog reda i pravnog saobraćaja i službene dužnosti, a za koje je, kao najmanja mera, propisana kazna zatvora u trajanju od jedne godine,
2. izvršilo težu povredu odredaba zakona o pravilima sigurnog i dobrog poslovanja brokersko-dilerskog društva, o zabrani korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija, odnosno o zabrani manipulacija usled čega je

ugrožena solventnost, odnosno likvidnost brokersko-dilerskog društva i da je za klijente brokersko-dilerskog društva nastupila šteta.

3. Član uprave brokersko-dilerskog društva ne može biti i lice koje je član uprave: drugog brokersko-dilerskog društva ili ovlašćene banke; društva za upravljanje investicionim ili dobrovoljnim penzijskim fondom; banke sa kojom je to društvo zaključilo ugovor o vođenju računa hartija od vrednosti.

Direktor, odnosno, u društvima koja u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva nemaju direktora, predsednik upravnog odbora brokersko-dilerskog društva, mora imati odgovarajuću poslovnu reputaciju i najmanje tri godine radnog iskustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu na poslovima: u brokersko-dilerskom društvu; na berzi hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata; 3) u banci; 4) u društvu za upravljanje investicionim ili dobrovoljnim penzijskim fondovima; u osiguravajućem društvu; u Narodnoj banci Srbije, organu državne uprave, organizaciji ili pravnom licu koje poslove u vezi sa hartijama od vrednosti obavlja za račun države kao poverene poslove; u Komisiji; u Centralnom registru; na poslovima naučnog radnika iz oblasti hartija od vrednosti, privrednog prava, računovodstva i revizije; u privrednom društvu ili drugom pravnom licu na finansijskim poslovima.

Zaštita od rizika obavljanja delatnosti brokersko -dilerskog društva. Kapital brokersko-dilerskog društva mora uvek odgovarati iznosu kapitala koji je potreban da bi se obezbedilo pokriće mogućih gubitaka zbog rizika kojima je brokersko-dilersko društvo izloženo u svom poslovanju s obzirom na vrstu delatnosti i vrednost poslova koje obavlja.

Brokersko-dilersko društvo može obrazovati rezerve za opšte rizike namenjene pokriću eventualnih gubitaka zbog rizika koji proizlaze iz celokupnog njegovog poslovanja. Brokersko-dilersko društvo je dužno da obrazuje posebne rezerve s obzirom na posebne rizike koji proizlaze iz pojedinačnih poslova, odnosno vrste poslova koje obavlja.

Likvidnost - Brokersko-dilersko društvo je dužno da, radi zaštite od rizika likvidnosti, utvrdi i sprovodi politiku urednog upravljanja likvidnošću, koja obuhvata:

1. planiranje očekivanih priliva i odliva novčanih sredstava;
2. redovno praćenje likvidnosti;
3. preduzimanje odgovarajućih mera za sprečavanje, odnosno otklanjanje uzroka nelikvidnosti.

Nadzor nad rizikom - Brokersko-dilersko društvo je dužno da dnevno izračunava koeficijente likvidnosti sredstava.

Komisija propisuje način izračunavanja koeficijenata likvidnosti sredstava i najmanji obim likvidnosti koji mora obezbediti brokersko-dilersko društvo. Brokersko-dilersko društvo je dužno da Komisiju odmah obavesti o nemogućnosti izmirenja dospele novčane obaveze. Brokersko-dilersko društvo je dužno da, prema stanju poslednjeg dana u mesecu, mesečno izračunava i propisuje: visinu kapitala; visinu kapitala potrebnog za obavljanje pojedinih poslova; adekvatnost kapitala; izloženost riziku.

Brokersko-dilersko društvo je dužno da Komisiji dostavlja mesečne izveštaje s podacima o kapitalu, izloženosti riziku i likvidnosti. Komisija propisuje sadržaj obaveštenja, odnosno izveštaja, kao i rokove i način izveštavanja.

Mere za obezbeđenje adekvatnosti kapitala i likvidnosti - Brokersko-dilersko društvo ne može donositi odluke o isplati dobiti ni u obliku dividende, ni u obliku isplate po osnovu učešća u dobiti uprave društva, odnosno zaposlenih, u sledećim slučajevima:

1. ako je njegov kapital manji od minimalno propisanog kapitala;
2. ako bi se njegov kapital zbog isplate dobiti smanjio toliko da ne bi dostigao minimalni kapital;
3. ako zbog isplate dobiti ne bi moglo da obezbedi najmanji obim likvidnosti.

Ako Komisija pri vršenju nadzora utvrdi da brokersko-dilersko društvo ne dostiže minimalni kapital, odnosno da nije sposobno da izmiruje dospele novčane obaveze, može tom društvu privremeno zabraniti obavljanje svih ili pojedinih poslova u vezi sa hartijama od vrednosti, u trajanju do tri meseca.

Sukob interesa - Brokersko-dilersko društvo ne može svoje interese stavljati ispred interesa klijenata i dužno je da klijenta upozna s mogućim sukobima njegovog interesa sa interesima tog društva, odnosno interesima drugih klijenata brokersko-dilerskog društva, kao i da poslovanje organizuje tako da se mogući sukobi interesa klijenta, brokersko-dilerskog društva i zaposlenih u tom društvu ograniče na najmanju moguću meru.

Brokersko-dilersko društvo j e dužno da s klijentom zaključi pismeni ugovor, kojim se regulišu njihova međusobna prava i obaveze u obavljanju delatnosti brokersko-dilerskog društva. Ugovor obavezno sadrži odredbu da je sastavni deo ugovora izjava klijenta da su mu pre zaključenja ugovora bila dostupna pravila poslovanja i da je upoznat s njihovim sadržajem, odnosno da je upoznat sa pravilnikom o tarifi brokersko-dilerskog društva, kao i izjava klijenta o njegovom predznanju i iskustvu u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima na finansijskom tržištu.

Brokersko-dilersko društvo na osnovu izjave klijenta o njegovom predznanju i iskustvu sastavlja izjavu o upozorenju na moguće rizike koji mogu proisteći iz trgovine određenim hartijama od vrednosti. Brokersko-dilersko društvo je dužno da klijente obavesti o promeni pravila poslovanja pre njihovog stupanja na snagu.

Nalozi klijenta za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti -Brokersko-dilersko društvo je dužno da:

1. naloge klijenata izvršava onako kako oni glase i odmah čim se steknu uslovi za njihovo izvršenje;
2. vodi posebnu knjigu naloga, u koju se upisuju nalozi klijenata za kupovinu ili prodaju hartija od vrednosti i opozivi tih naloga;
3. naloge klijenata prima u poslovnim prostorijama svog sedišta, mestu obavljanja delatnosti svog organizacionog dela i u poslovnim prostorijama drugog pravnog lica, koje ne može biti izdavalac hartija od vrednosti za koje se vrše ovi poslovi, na osnovu zaključenog ugovora;

4. naloge klijenata za kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti izvršava po redosledu utvrđenom pravilima poslovanja brokersko-dilerskog društva;
5. najkasnije narednog radnog dana od dana prijema naloga izda klijentu potvrdu o prijemu naloga;
6. na zahtev klijenta, izda overeni izvod iz knjige naloga svih poslova koji se odnose na realizovane naloge klijenata.

Brokersko-dilersko društvo naloge klijenata za kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti na organizovanom tržištu izvršava upisivanjem sadržine naloga u centralnu informacionu bazu berzanskog informacionog sistema. Knjiga naloga vodi se na način koji onemogućava naknadne izmene unetih podataka.

Brokersko-dilersko društvo je dužno da odbije:

1. prijem naloga za kupovinu kada utvrdi da na novčanom računu klijenta nema dovoljno sredstava za izmirenje njegovih obaveza koje bi nastale po osnovu izvršenja naloga za kupovinu hartija od vrednosti;
2. prijem naloga za prodaju kada utvrdi da na računu hartija od vrednosti klijenta nema dovoljno hartija od vrednosti koje su predmet naloga;
3. prijem naloga za kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti kad utvrdi da bi izvršenjem takvog naloga bile prekršene odredbe zakona o zabrani manipulacije i zabrani širenja neistinitih informacija, odnosno učinjeno drugo delo kažnjivo po zakonu kao krivično delo, privredni prestup ili prekršaj;
4. prijem naloga za kupovinu, odnosno prodaju hartija od vrednosti kad je rok za predaju tog naloga radi njegovog izvršenja istekao.

Obaveštavanje klijenata - Brokersko-dilersko društvo je dužno da, najkasnije narednog radnog dana od dana zaključenja kupovine, odnosno prodaje hartija od vrednosti, klijenta obavesti o svakom poslu koji je zaključen po njegovom nalogu.

Klijent se ne može odreći prava na obaveštavanje.

Novčani račun brokersko-dilerskog društva i klijenata - Brokersko-dilersko društvo dužno je da kod ovlašćene banke, odnosno banke - člana Centralnog registra ili kod Centralnog registra otvori novčani račun klijenata i svoj novčani račun. Sredstva s novčanog računa klijenata brokersko-dilersko društvo može da koristi samo za plaćanje obaveza na osnovu naloga klijenata. Sredstva na novčanom računu klijenata nisu vlasništvo brokersko-dilerskog društva i ne ulaze u njegovu imovinu, ne mogu se uključiti u likvidacionu ili stečajnu masu, niti koristiti za plaćanje obaveza brokersko-dilerskog društva prema trećim licima.

Brokersko-dilersko društvo je dužno da vodi računa da na novčanom računu klijenata ima dovoljno sredstava na dan saldiranja.

Vođenje računa hartija od vrednosti - Ugovorom o otvaranju i vođenju računa hartija od vrednosti, brokersko-dilersko društvo se obavezuje da će kod Centralnog registra otvoriti račun hartija od vrednosti za klijenta, vlasnički račun, i na tom računu, u ime i za račun klijenta, vodi stanje hartija od vrednosti i izvršava naloge za prenos prava iz hartija od vrednosti i naloge za upis prava trećih lica na hartijama od vrednosti, a klijent se obavezuje da će za to platiti proviziju. Hartije

od vrednosti na vlasničkom računu, brokersko-dilersko društvo može koristiti samo na osnovu naloga klijenta.

Brokersko-dilersko društvo je dužno da račune svojih hartija od vrednosti (račun člana Centralnog registra) vodi odvojeno od računa hartija od vrednosti svojih klijenata. Hartije od vrednosti na vlasničkom računu klijenata brokersko-dilerskog društva nisu vlasništvo brokersko-dilerskog društva i ne ulaze u njegovu imovinu, ne mogu se uključiti u likvidacionu ili stečajnu masu, niti koristiti za izmirivanje obaveza brokersko-dilerskog društva prema trećim licima.

Brokersko-dilersko društvo dužno je da vodi računa da na vlasničkom računu klijenta ima dovoljno hartija od vrednosti na dan saldiranja.

Upravljanje hartijama od vrednosti - Ugovorom o upravljanju hartijama od vrednosti, brokersko-dilersko društvo se obavezuje da će, u svoje ime a za račun klijenta, novčana sredstva klijenta ulagati u hartije od vrednosti, odnosno da će primiti na upravljanje hartije od vrednosti klijenta, a klijent se obavezuje da će za to platiti proviziju.

Brokersko-dilersko društvo, koje s klijentom zaključi ugovor o upravljanju hartijama od vrednosti, dužno je da kod Centralnog registra otvori i vodi poseban račun za klijenta (račun upravljanja).

Ugovorom o upravljanju hartijama od vrednosti propisuje se naročito:

1. iznos novčanih sredstava, odnosno vrsta i količina hartija od vrednosti koje klijent stavlja na raspolaganje brokersko-dilerskom društvu radi kupovine, odnosno prodaje tih hartija;
2. politika ulaganja u hartije od vrednosti;
3. uslovi pod kojima klijent hartije od vrednosti poverava na upravljanje brokersko-dilerskom društvu;
4. visina provizije i osnovica za obračun i naplatu provizije;
5. druga međusobna prava i obaveze.

Pod politikom ulaganja podrazumeva se naročito vrsta hartija od vrednosti koje će se kupiti iz sredstava klijenta, karakteristike izdavalaca hartija od vrednosti, na veći dozvoljeni iznos ulaganja u hartije od vrednosti jednog izdavaoca i s njim povezanih lica, kao i druge okolnosti značajne za određivanje stepena rizika ulaganja.

Brokersko-dilersko društvo može novčana sredstva klijenta ulagati u hartije od vrednosti samo u skladu sa ugovorom zaključenim s klijentom.

Pozajmljivanje hartija - Komisija može propisati uslove za pozajmljivanje i prodaju pozajmljenih hartija od vrednosti.

Nadzor nad poslovanjem brokersko-dilerskog društva - Komisija najmanje dva puta godišnje vrši nadzor nad zakonitošću poslovanja brokersko-dilerskog društva.

Nadzor nad zakonitošću podrazumeva i neposredan nadzor u poslovnim prostorijama.

Ovlašćeno lice Komisije može u postupku nadzora:

1. da pregleda akte, poslovne knjige, izvode s računa i druge dokumente brokersko-dilerskog društva;

2. da zahteva informacije o pojedinim pitanjima značajnim za poslovanje brokersko-dilerskog društva.

O izvršenom nadzoru nad zakonitošću poslovanja brokersko-dilerskog društva sastavlja se zapisnik.

Mere u nadzoru - Ako u po stupku nadzora brokersko-dilerskog društva utvrdi nezakonitosti, odnosno nepravilnosti u poslovanju, Komisija donosi rešenje kojim će tom društvu naložiti da utvrđene nepravilnosti otkloni u odgovarajućem roku i može preduzeti jednu ili više mera:

1. izreći javnu opomenu;
2. dati nalog za privremenu zabranu obavljanja pojedinih ili svih poslova iz dozvole za obavljanje delatnosti u trajanju do tri meseca;
3. dati nalog za privremenu zabranu raspolaganja sredstvima s novčanih računa i računa hartija od vrednosti i drugom imovinom u trajanju do tri meseca;
4. dati nalog za privremenu zabranu članovima organa uprave i zaposlenima isplate dela dobiti koja pripada akcionarima, odnosno naknada;
5. oduzeti dozvolu za obavljanje delatnosti;
6. preduzeti druge mere, u skladu sa ovim zakonom i aktom koji ona donosi.

Odluku o preduzetim merama Komisija objavljuje u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike i na svojoj internet stranici, osim ako bi takvo objavljivanja ozbiljno ugrozilo finansijsko tržište ili prouzrokovalo nesrazmernu štetu za brokersko-dilersko društvo kome je izrečena mera. Bliže uslove i način vršenja nadzora, postupak izdavanja naloga i preduzimanja mera, kao i rokove za izvršavanje naloga i trajanje mera, Komisija propisuje svojim aktom.

1.12.2. Ovlašćene banke za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva

Banka može obavljati delatnosti brokersko-dilerskog društva ako dobije dozvolu Komisije za obavljanje delatnosti.

Delatnosti brokersko-dilerskog društva ovlašćena banka obavlja pod uslovom:

1. da za to ima poseban organizacioni deo;
2. da u poslovnim knjigama obezbedi posebnu evidenciju i podatke o poslovanju tog organizacionog dela;
3. da ispunjava uslove kadrovske i organizacione osposobljenosti i tehničke opremljenosti za obavljanje tih delatnosti.

Ovlašćena banka donosi pravila poslovanja hartijama od vrednosti, organizacionog dela brokersko-dilerska društva, na koja Komisija daje saglasnost.

Mere u nadzoru - Ako Komisija u postupku nadzora utvrdi nezakonitosti, odnosno nepravilnosti u poslovanju ovlašćene banke, rešenje o preduzetim merama dostavlja Narodnoj banci Srbije.

Shodna primena - Odredbe ovog zakona o delatnosti brokersko-dilerskog društva, uslovima i dozvoli za obavljanje ove delatnosti, dostavi podataka, pravilima sigurnog i dobrog poslovanja, izveštavanju, nadzoru nad poslovanjem, merama

u nadzoru i prestanku obavljanja delatnosti, koje su ovim zakonom propisane za brokersko- dilersko društvo, shodno se primenjuju i na ovlašćenu banku.

1.13. Centralni registar hartija od vrednosti

1.13.1. Organizacija Centralnog registra

Centralni registar je pravno lice koje se organizuje i posluje kao zatvoreno akcionarsko društvo u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i zakonom kojim se uređuju privredna društva. Centralni registar akcije izdaje svom osnivaču, odnosno ograničenom broju drugih lica. Akcije Centralnog registra su obične sa pravom glasa.

Naziv i sedište - Centralni registar posluje pod sledećim imenom: Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti akcionarsko društvo. Skraćeno poslovno ime Centralnog registraj e: Centralni registar hartija od vrednosti a.d. Sedište Centralnog registra je u Beogradu.

Centralni registar stiče svojstvo pravnog lica upisom u registar privrednih subjekata.

Centralni registar može imati organizacione delove i van sedišta, koji nemaju svojstvo pravnog lica.

Delatnost - Pretežna delatnost Centralnog registra je kliring i saldiranje obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti i novcu nastalih na osnovu zaključenih poslova sa hartijama od vrednosti.

Pored navedenih delatnosti Centralni registar obavlja i:

1. vođenje registra hartija od vrednosti;
2. vođenje evidencija hartija od vrednosti na računima izdavaoca;
3. vođenje i evidencija računa hartija od vrednosti i drugih računa članova Centralnog registra i njihovih klijenata;
4. upis prava trećih lica na hartijama od vrednosti;
5. čuvanje materijalizovanih hartija od vrednosti;
6. vođenje novčanih računa članova Centralnog registra;
7. uknjižavanje materijalizovanih hartija od vrednosti u dematerijalizovanoj formi;
8. kliring i saldiranje obaveza i potraživanja u hartijama od vrednosti i novcu nastalih na osnovu zaključenih poslova sa hartijama od vrednosti i utvrđivanje stanja obaveza i potraživanja članova Centralnog registra i njihovih klijenata posle izmirenja međusobnih obaveza i potraživanja, i to u roku utvrđenom pravilima poslovanja Centralnog registra;
9. kliring i saldiranje inostranih hartija od vrednosti kojima se trguje u Republici;
10. prenos hartija od vrednosti na račune članova Centralnog registra i zakonitih imalaca tih hartija;

11. utvrđivanje i dodela jednoobraznog identifikacionog broja hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata;
12. vođenje šifarnika vrsta hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata;
13. poslove u vezi sa korporativnim radnjama;
14. obračunavanje poreza na prenos apsolutnih prava na hartijama od vrednosti u skladu sa zakonom koji reguliše poreze na imovinu;
15. saradnju sa međunarodnim organizacijama koje se bave poslovima registracije, kliringa i saldiranja hartija od vrednosti i novca po osnovu poslova sa hartijama od vrednosti;
16. druge poslove u vezi sa hartijama od vrednosti.

1.13.2. Osnovni kapital

Novčani deo osnovnog kapitala Centralnog registra ne može biti manji od 50.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po zvaničnom srednjem kursu dinara Narodne banke Srbije na dan uplate.

Sredstva za rad Centralnog registra obezbeđuju se iz naknada za obavljanje navedenih poslova u skladu sa pravilnikom o tarifi tog registra, kao i iz drugih izvora, u skladu sa zakonom.

Udeo državnog kapitala u Centralnom registru ne može biti manji od 51%.

Prenos prava iz hartija od vrednosti i upis prava trećih lica - Prenos prava iz hartija od vrednosti po osnovu izdavanja, ugovora o prodaji i ugovora o zajmu vrši se na osnovu naloga za prenos koji daje član Centralnog registra, a u skladu sa aktima Centralnog registra. Prenos prava iz hartija od vrednosti po osnovu pravnog sledbeništva vrši se na osnovu pravnosnažne sudske presude. Prenos prava iz hartija od vrednosti po osnovu ugovora o poklonu vrši se na osnovu pismenog ugovora o poklonu koji je overio nadležni organ.

Upis prava trećih lica na hartijama od vrednosti, Centralni registar vrši na osnovu naloga za upis zakonitog imaoca, odnosno lica koje on ovlasti ili zakonskog zastupnika.

1.13.3. Organi centralnog registra

Organi Centralnog registra su Skupština i Upravni odbor.

Skupština - Ovlašćenja Skupštine Centralnog registra vrši Vlada preko ovlašćenih predstavnika. Kada se poveća broj akcionara, Skupštinu Centralnog registra čine akcionari sa pravom upravljanja. Pravo upravljanja akcionari ostvaruju neposredno ili preko svojih predstavnika.

U ime Republike kao akcionara, pravo akcionara vrši Vlada. Statutom Centralnog registra utvrđuje se minimalni broj akcija kao uslov za članstvo u Skupštini Centralnog registra. Skupština Centralnog registra:

1. donosi statut Centralnog registra;
2. donosi akte poslovne politike;

3. donosi akte kojima će se bliže urediti uslovi i način obavljanja delatnosti Centralnog registra;
4. razmatra godišnje izveštaje Upravnog odbora;
5. usvaja godišnji račun Centralnog registra i odlučuje o upotrebi i raspoređivanju ostvarene dobiti, odnosno pokriću gubitaka;
6. odlučuje o povećanju osnovnog kapitala Centralnog registra i visini ulaganja u osnovna sredstva Centralnog registra;
7. odlučuje o iznosu i strukturi rezervi sigurnosti;
8. imenuje i razrešava članove Upravnog odbora;
9. odlučuje o statusnim promenama i promenama pravne forme Centralnog registra;
10. imenuje i razrešava revizora;
11. donosi plan razvoja Centralnog registra;
12. donosi poslovnik o svom radu;
13. donosi i druge odluke u skladu sa zakonom i statutom Centralnog registra.

Upravni odbor - Upravni odbor ima predsednika, zamenika predsednika i tri člana. Članove Upravnog odbora imenuje i razrešava Skupština Centralnog registra. Mandat članova Upravnog odbora je četiri godine i ista lica mogu biti ponovo birana. Predsednika i zamenika predsednika Upravnog odbora Centralnog registra biraju članovi Upravnog odbora iz svojih redova.

Upravni odbor Centralnog registra:

1. saziva sednice Skupštine Centralnog registra;
2. priprema predloge za Skupštinu Centralnog registra i izvršava njene odluke;
3. razmatra i predlaže usvajanje izveštaja o poslovanju Centralnog registra u toku godine;
4. podnosi Skupštini Centralnog registra izveštaj o poslovanju;
5. izdaje akcije i utvrđuje njihovu vrednost, kao i vrednost imovine Centralnog registra, u skladu sa zakonom;
6. utvrđuje iznos i dan dividende, dan plaćanja i postupak plaćanja dividende;
7. odlučuje o davanju i opozivanju prokure;
8. donosi opšti akt o organizaciji i sistematizaciji;
9. donosi poslovnik o svom radu;
10. obavlja i druge poslove utvrđene zakonom kojim se uređuje pravni položaj privrednih društava i statutom Centralnog registra.

O pitanjima iz svog delokruga Upravni odbor odlučuje većinom glasova. U slučaju jednake podele glasova, odlučujući je glas predsednika Upravnog odbora.

Opšti akti Centralnog registra su statut, pravila poslovanja, pravilnik o tarifi, uputstva i drugi opšti akti kojima se na opšti način uređuju pitanja bitna za rad Centralnog registra.

1.14. Komisija za hartije od vrednosti

Komisija je nezavisna i samostalna organizacija Republike Srbije. Za obavljanje poslova iz svoje nadležnosti Komisija je odgovorna Narodnoj skupštini Republike Srbije.

Komisija je pravno lice. Sedište Komisije je u Beogradu. U okviru svojih nadležnosti, Komisija:

1. donosi akte radi sprovođenja zakona;
2. odobrava izdavanje hartija od vrednosti sa i bez javne ponude;
3. odobrava pravnim licima status profesionalnih;
4. daje dozvole za rad i saglasnosti u skladu sa zakonom i zakonom kojim se uređuje osnivanje i poslovanje investicionih fondova;
5. daje dozvole za obavljanje delatnosti brokersko-dilerskog društva;
6. vrši nadzor nad poslovanjem brokersko-dilerskih društava, berzi, organizatora vanberzanskog tržišta, društava za upravljanje, investicionih fondova, Centralnog registra, ovlašćenih banaka, kastodi banaka, izdavalaca hartija od vrednosti, investitora, profesionalnih investitora i drugih lica - u delu poslova koje oni obavljaju na organizovanom tržištu u skladu sa ovim zakonom, zakonom kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava, zakonom kojim se uređuju investicioni fondovi i propisima donetim na osnovu ovih zakona, kao i drugim zakonima koji regulišu predmetnu materiju;
7. zahteva informacije od svih ovlašćenih učesnika i organizatora tržišta i njihovih revizora;
8. organizuje, preduzima i kontroliše sprovođenje mera kojima se obezbeđuje efikasno funkcionisanje organizovanog tržišta i zaštita investitora;
9. utvrđuje bliži sadržaj obaveznih informacija koje joj se dostavljaju i javno objavljuju;
10. utvrđuje kriterijume koje moraju ispuniti informacioni sistemi ovlašćenih učesnika koji posluju sa hartijama od vrednosti, Centralnog registra, berzi i organizatora vanberzanskog tržišta, a za obavljanje trgovine hartijama od vrednosti;
11. vodi registre u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i zakonom kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava i zakonom kojim se uređuju investicioni fondovi;
12. utvrđuje način čuvanja dokumentacije za ovlašćene učesnike koji posluju sa hartijama od vrednosti, Centralni registar, berze i organizatore vanberzanskog tržišta;
13. podnosi nadležnom državnom organu prijavu protiv ovlašćenih učesnika koji posluju sa hartijama od vrednosti, Centralnog registra, berze, i organizatora vanberzanskog tržišta za koje u postupku nadzora utvrdi da imaju obeležja krivičnog dela, privrednog prestupa ili prekršaja, odnosno poreskog krivičnog dela i poreskog prekršaja;

14. prati stanje i kretanje na organizovanom tržištu i preduzima mere za otklanjanje poremećaja na tom tržištu;
15. sarađuje sa međunarodnim organizacijama, stranim regulatornim organima i drugim domaćim, odnosno stranim organima i organizacijama radi pružanja pravne pomoći, razmene informacija i u drugim slučajevima kad za tim postoji potreba;
16. daje informacije o organizovanom tržištu;
17. obavlja i druge poslove utvrđene zakonom.

Komisija može pokrenuti i voditi pred sudom postupak radi zaštite interesa investitora i drugih lica za koja utvrdi da im je povređeno određeno pravo ili na pravu zasnovan interes, a u vezi sa poslovima sa hartijama od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima.

1.15. Opšta ovlašćenja Komisije u sprovođenju postupka nadzora

Komisija obavlja nadzor uvidom u izveštaje i dokumentaciju i ostale podatke kao i analizom tih podataka i uzimanjem izjava od odgovornih lica i ostalih zaposlenih u subjektu nadzora, kao i od drugih lica koja imaju saznanje od interesa za nadzor. Nadzor obavljaju ovlašćena lica Komisije - inspektori, neposrednim nadzorom u prostorijama subjekta nadzora ili pravnog lica sa kojim je subjekt nadzora direktno ili indirektno, poslovno, upravljački ili kapitalno povezan, uvidom u akte, poslovne knjige, izvode sa računa, korespondencije i druge dokumente.

Subjekti nadzora obavezni su ovlašćenim licima Komisije omogućiti pristup u poslovne prostorije, dati na uvid i dostaviti traženu dokumentaciju i isprave, dati izjave, te obezbediti druge uslove za obavljanje nadzora.

Bliže uslove i način sprovođenja ovlašćenja Komisije u postupku nadzora Komisija propisuje svojim aktom.

Opšte nadzorne mere - Nadzornim merama nalaže se otklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti, te preduzimaju aktivnosti za njihovo otklanjanje.

U slučaju utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti Komisija će rešenjem naložiti preduzimanje radnji i mera koje doprinose uspostavljanju zakonitosti i usklađivanja poslovanja sa zakonom i drugim propisima, odnosno izreći odgovarajuću meru. Komisija će odrediti rok za izvršenje rešenja i obavezu da se Komisiji dostavi dokaz o ispravljenoj nezakonitosti i nepravilnosti.

Ako Komisija utvrdi da nezakonitosti i nepravilnosti nisu otklonjene, Komisija može izreći novu meru propisanu zakonom.

GLAVA TREĆA

FISKALNA POLITIKA, BERZE I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

1. MAKROEKONOMSKA FISKALNA POLITIKA, PRIVATIZACIJA I FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Savremena država podstiče diversifikaciju preduzeća poreskim pogodnostima i fiskalnim mehanizmima podstiče preduzetnički stil upravljanja. Moderna država štiti tzv. istorijsko poslovno jezgro firme dodatnim poreskim stimulansima. Čak i izbor menadžmenta dobija privilegovani poreski status. Strukturalistička fiskalna politika posebno podržava vlasnički aktivizam u procesu reprivatizacije javnog sektora, ubrzava nominovanje vlasnika u transformaciji preduzeća i otklanja barijere za investiranje potencijalnih investitora. Za privrede u tranziciji izuzetno je važno da država finansijski pokriva jaz između menadžerskog upravljanja rizikom i vlasničkog snošenja rizika u formi kreiranja specijalnih fondova riziko kapitala koji se poreski alimentiraju iz budžetske kase.

Za tržišni mehanizam privređivanja karakteristična je pluralizacija vlasničkih odnosa i diversifikacija svojinskih struktura, koje po pravilu slede fuzije, razdvajanja, stečaji, likvidacije, bankrotstva, kupoprodaje preduzeća i prodaje pojedinih delova firmi, kako bi se promenili titulari svojine.

Zato postoje i poslovni i poreski motivi: (1) poslovni motivi su, po pravilu, vezani za tržišno privređivanje firme i profitabilnost preduzeća i (2) fiskalni motivi su vezani za utvrđivanje vrednosti preduzeća kao materijalne osnovice za obračun i uplatu poreza i doprinosa. Svakako, tu je prisutan i poslovni rizik, koji reflektuje neizvesnost u procesu realizacije očekivanog poslovnog dobitka, kao prinosa za poslovna sredstva. Njega sledi i tzv. finansijski rizik koji je uslovljen nezavisnošću budućeg neto dobitka kao prinosa na sopstvena poslovna sredstva. Finansijski rizik je utoliko veći ukoliko postoji realna pretnja, da cena pozajmljenog kapitala bude veća od stope prinosa na ukupna poslovna sredstva. Finansijski rizik se povećava

sa porastom visine rashoda finansiranja, koji zaviše od visine pozajmljenih izvora, visine kamatne stope, visine plasmana i kamatnih stopa na plasmane, i nivoa poreskih stopa. Zato je fiskalna politika prisutna na tržištu finansijskih rizika da ublaži udare i neutrališe šokove. U tržišnim privredama je za savremenu državu važan finansijski položaj kompanije, koji je determinisan strukturom izvora finansiranja, odnosno strukturom kapitala. U tom kontekstu, sopstveni kapital, koji nije fiskalno opterećen, čini firmu finansijski nezavisnom i samostalnom, jer je manji stepen zaduženosti izraz veće finansijske sigurnosti preduzeća. Zato je važno da racionalna poreska politika igra na kartu projektovanja takve strukture kapitala u kojoj je odnos između tuđeg i sopstvenog kapitala 1:1. Potpomognuto pravilo jednakosti fiskalnim putem reflektuje pravilo izravnanja rizika.

U savremenim tržišnim uslovima različiti oblici preduzeća imaju, po pravilu, različitu strukturu kapitala, odnosno finansijsku strukturu. Najdiversifikovaniju strukturu kapitala, svakako, imaju deoničarska društva koja se finansiraju kapitalom iz internih izvora (akumulirani dobitak i amortizacija) i eksternih izvora (pozajmljeni i akcijski kapital). Poreska politika, u tom kontekstu, mora položiti svoj najteži ekonomski ispit: stimulisati razvoj kapitala iz internih izvora i ne penalizovati razvoj pozajmljenog kapitala, i, posebno, akcijskog kapitala, koji se pribavlja emisijom i prodajom običnih i preferencijalnih akcija. U inicijalnoj fazi razvoja akcijskog kapitala, poreska politika treba neutralno da deluje na cenu kapitala pribavljenog emisijom hartija od vrednosti, budući da se ta cena kapitala javlja kao diskontna stopa koja niveliše sadašnju vrednost izdavanja gotovine po osnovu akcija sa sadašnjom vrednošću primanja gotovine po osnovu prodaje deonica. Rečju, cena kapitala reprezentuje realne troškove finansiranja preduzeća bez poreske ingerencije. Viši nivo poreske privilegije može se pojaviti kod internog izvora, koji nominuje tzv. akumulirani dobitak, pošto se cena akumuliranog do¬bitka može predstaviti putem oportunitetnih troškova, koji zapravo reflektuju cenu akcijskog kapitala .

U savremenoj praksi tržišnih ekonomija poznate su dve opcije prestrukturiranja firme: (1) opcija strategijskog prestrukturiranja i (2) opcija finansijskog prestrukturiranja. Prva opcija inkorporira restrukturalizaciju poslovnog portfolija, reviziju sistema upravljanja i rukovođenja, reprogramiranje troškova i dugova, redefinisanje menadžmenta i marketinga i izmenu investicione strategije i rasta firme, dok druga opcija implicira povećanje leveridža, prodaju firme, rasprodaju određenih delova preduzeća, program otkupa akcija i otpise. Konačno, poslovno restrukturiranje orijentise se na proces povećanja eko¬nomske vrednosti firme i sricanja neprikosnovene konkurentske prednosti, što racionalno osmišljena fiskalna politika mora da prati selektivnom poreskom politikom i podsticajnom budžetskom politikom. To bi u osnovi moglo da reflektuje svojevrsnu inovaciju ekonomske ponude na mikro nivou čija fiskalna formula podstiče štednju, rad, inicijativu, ulaganja i konkurenciju.

Moderna tržišno usmerena fiskalna politika treba da podržava faktoring kao poslovni aranžman između komitenta (poslovnog subjekta) koji prodaje svoja potraživanja od kupca i faktora (poslovnog subjekta) koji kupuje ta potraživanja. Kupoprodaja između faktora i komitenta treba da ima neporeski tretman iz razloga što se jedan oblik izvora sredstava nižeg stepena sigurnosti (potraživanja) konvertuje u drugi izvor sredstava višeg stepena sigurnosti (raspoloživa novčana sredstva).

Iznos gotovog novca je manji od iznosa fakturisanog potraživanja za iznos troškova naplate potraživanja i kamate na dati avans, i, eventualno, za rezerve za mogući rizik u naplati potraživanja. I komitenta (koji je potraživanje od kupca pretvorio u gotov novac) i faktora (koji je postao novi poverilac) ne treba oporezovati, pošto doprinose poboljšanju finansijske strukture preduzeća.

I forfeting, koji predstavlja poslovni aranžman između forbetera (poslovni subjekt), koji kupuje potraživanja i komitenta (poslovni subjekt), koji prodaje dotično potraživanje, treba da ima specijalan fiskalni tretman bilo u formi kvantitativno savremene poreske olakšice bilo u formi potpunog poreskog oslobođenja (pošto se prodaju potraživanja sa rokom dospeća od 6 meseci do 6 godina). U forfeting aranžmanu, svaki forfeter kupuje potraživanje u nominalnom iznosu po odbitku kamate i bankarske provizije. Država poreskim putem pomaže razvoj ovog izvora sredstava, uz obaveznu liberalizaciju domaćeg tržišta i njegovu atraktivizaciju za inostranog kupca (pošlo forfeting ima za predmet kupoprodaje potraživanja od strane stranog kupca). No, cena koštanja forfetera mora biti poreski korigovana i za iznos prihoda koji potiču od ugleda komitenta.

Makroekonomsko fiskalno upravljanje jeste moderna funkcija organizovane države kojom se obezbeduju dinamička stabilnost privrednog rasta, postupna transformacija ekonomskih struktura, visok stepen preduzet¬nič¬ke sigurnosti, slobodan pristup resursima, razvijena mreža privredne infrastrukture, ravnomerna difuzija tehnoloških inovacija i akceleratorski razvoj instituta za fundamentalna i aplikativna istraživanja, centara za razvojna istraživanja, instituta za ekspertne analize i specijalizovanih ustanova za lansiranje privrednih, tehničkih i naučnih informacija. Internacionalizacija proizvodnje i monetarizacije tržišnih transakcija doprinele su da se država pojavi kao moderni subjekt usmeravanja i koordinacije razvoja, kao participant u finansiranju infrastrukture i kao moderator nove privredne strukture (preuzimanjem tzv. ktitorske uloge) i kao afirmator strategijskog menadžmenta (kao novi naučni pristup u upravljanju razvojem, odnosno budućnošću).

Sistem poreske podrške preduzetništva i malog biznisa naročito je razvijen u SAD, Japanu, V. Britaniji, Nemačkoj, Holandiji, Francuskoj i Švedskoj. Tome se obično priključuje razgranata mreža institucija za sprovodenje programa podrški, kao što su državne i paradržavne, profitne i neprofitne institucije i organizacije. Stvorena je, zapravo, razvojna koalicija, koju komponuju vlada (sa svojim ministarstvima i agencijama), obrazovne institucije, finansijske institucije, konsultantske organizacije i preduzetnici sa svojim asocijacijama. U tom kontekstu, za podsticanje razvoja malih i srednjih privatnih preduzeća i preduzetništva važna je (a) vladina pomoć u stvaranju povoljne klime za biznis, (b) vladina pomoć u osiguranju finansijskih sredstava, (c) pomoć države u informacijama, (d) pomoć malim firmama u obuci kadrova i (e) pomoć u poboljšanju sistema obrazovanja.

Stvaranje povoljne biznis klime reflektuje proces obezbeđenja uslova za opstanak i rast firme, i nagrađivanja privredne inicijative i poslovnog uspeha. Deregulacija i privatizacija zajedno sa razvijanjem monopolskog ponašanja i antikonkurentske prakse kreirale su nove prostore za male firme. Rast vladinih porudžbina reducirao je nesigurnost u malom biznisu i proširio preduzetničku inicijativu. Vladino podržavanje projekata, koji promovišu preduzetnički duh i

minimiziraju rizik, dopunski stimuliše biznis klimu. Smanjenje stope oporezi¬vanja dobiti firme, povećanje iznosa profita koji se ne oporezuje, ukidanje poreza na dohodak od investicija, povećanje koristi od reformisanja oporezivanja nasleđa, ukidanja taksa na doživotne poklone kapitalnih dobara i promene u oporezivanju dodatne vrednosti (nakon uvođenja TVA) jesu specijalni fiskalni repertoar savremene države koja podržava brzi rast malog biznisa i srednjih preduzeća.

Vladina pomoć u obezbeđenju finansijskih sredstava sastojala bi se u formulizaciji programa pomoći preduzetnicima kako bi što veći broj nezaposlenih (naročito mladih stručnjaka) podstakao na formiranje tzv. sopstvenih firmi samozapošljavanja sa neporeskim tretmanom od 3 do 5 godina, pod uslovom da nadoknadu za nezaposlenost ne primaju duže od godinu dana. Ovaj program pratio bi program garantovanih zajmova, na osnovu kojih država garantuje 75% zajmova koji se odobravaju malom biznisu na period od 3 do 10 godina. Država daje garancije bankama koje odobravaju zajmove malim firmama, s tim što država za svoje usluge naplaćuje premiju u iznosu od 1% kako troškovi ne bi pali na teret državnog budžeta. Najzad, ovaj program pratio bi program za ekspanziju rasta firmi sa perspektivnim potencijalima za rast konkurentske snage, koje bi emitovale akcije oslobođene od poreza. Ministarstvo za finansije bi davalo specijalne pomoći za specifične aktivnosti i specifične regione (nerazvijene). Inovativne male firme bi dobijale povoljne kredite.

Država bi, dalje, pružala pomoć malim firmama u obuci kadrova i podizanju kvaliteta ljudskog faktora, kao nerazdvojni deo dugoročne strategije podizanja konkurentske sposobnosti, povećanja profita na dugi rok i ekonomskih performansi malih i srednjih preduzeća privatnog tipa. Poslovni program za biznis i agencija za obuku radne snage pri određenim ministarstvima omogućili bi besplatne konsultantske usluge vlasnicima malih firmi u pripremi biznis planova i ekspertsku pomoć za unapređenje menadžmenta i marketinga, dotirane konsalting usluge u korekciji poslovne strategije i sticanja specijalističkih znanja i finansijsku pomoć za inovativne projekte. Specijalne programe za obuku mladih (nezaposlenih), koji streme sopstvenom biznisu, lansiralo bi ministarstvo za obrazovanje i nauku u formi sopstvenog programa inoviranja znanja sa radikalnom strategijom obuke za biznis i preduzetništvo. Ovaj program koordinirao bi se sa programom pomoći malim firmama.

Program pomoći države u informacijama malim firmama išao bi preko agencije za razvoj i lokalnih preduzetničkih agencija čiji bi se rad alimentirao kroz sponzorstvo sa neograničenim neporeskim tretmanom. Konsultanti bi formirali Institut za biznis konsalting, koji bi promovisao najnovija iskustva iz strateškog menadžmenta, menadžment marketinga, finansijskog menadžmenta i tehnološkog menadžmenta. Finansijske potpore bi išle na teret poreskih prihoda budžeta kao nagrada za diversifikaciju programa konsultantskih šema. Razvoj mreže poslovne kooperacije doprineo bi uspostavljanju partnerskih odnosa preko Evropskog informacionog centra pri Privrednoj komori, koji bi se finansirao iz dotacija i refundiranih poreza. U krajnjoj instanci, kreirao bi se "Preduzetnički inkubator" u kome bi "odlegali" i menadžeri i firme i ideje.

Isprobani način privlačenja kapitala stranih kompanija reflektuje tzv. detaksaciono poslovanje privatnih preduzetnika bez plaćanja poreza na ostvareni prihod (dobit firme) za određeni broj godina, koji obično seže od 7 do 11 godina. Tako se fiskalnim putem dugoročno stimuliraju ulaganja inostranih partnera u razvojne projekte zemlje koja nudi specijalne fiskalne beneficije i koncesije. Vreme potpunog mirovanja poreza jeste vreme fiskalnih privilegija koje može strancu da omogući i: (1) sticanje vlasništva nad domaćim preduzećem, (2) obezbeđenje dozvole za sticanje vlasništva nad zemljištem, (3) pravo na oslobađanje od plaćanja carina, (4) pravo na oslobađanje (delimično ih u potpunosti) od plaćanja poreza na dohodak fizičkih lica, (5) dobijanje povlastica u pogledu oporezivanja dividendi, itd. Fiskalni tretman stranih ulaganja mogao bi se tokom vremena diversifikovati sa stanovišta stabilnosti uslova ulaganja izvoznica kapitala kako bi se dugoročno postigla transparentna investiciona klima za strane ulagače. Utemeljenje je nađeno sa osnivanjem Multilateralne agencije za osiguranje ulaganja (MIGA) u okviru Međunarodne banke za obnovu i razvoj, koja ima za cilj osiguranje i reosiguranje inostranih ulagača od nekomercijalnih rizika. MIGA, naime, pruža garancije protiv ograničenja transfera sredstava, raskida ili neispunjenja ugovora, rata i državnog udara, osigurava investicije i investitora od rizika i nadoknađuje štetu.

Uporedo sa fiskalnim beneficijama, određene zemlje uvoznice kapitala pro¬pisuju za inostrane investitore iz zemalja izvoznica kapitala i određene obaveze. Bangladeš, npr., zahteva 5%–30% prihoda stečenog za vreme trajanja potpunog oslobođenja od plaćanja poreza na dobit kompanija, od stranca da uloži u vladine obveznice na koje se, inače, plaća kamata. Ako je kamata na državne obveznice niža od tržišne kamate onda se radi o prikrivenom porezu na dobit preduzeća. A ako je kamata na državne obveznice viša od tržišne kamate onda se radi o regresiranju kamate. Obala Slonovače, npr., propisuje obavezu flnansiranja Nacionalnog fonda za investicije putem poreza na dobit preduzcća u visini od 10%. Taj porez se oficijelno može izbeći ukoliko investitor kupuje državne obveznice u istom obimu.

Pored iznetog, sada se unose i nova rešenja u vezi sa porezom na dohodak zaposlenih, koja mogu, u periodu oslobođenja od poreza, biti vrlo stimulativna ukoliko je propisima zemlje uvoznice kapitala omogućena podela dela dobiti, koji bi, nakon takve podele, bio izuzet od oporezivanja na individualnom nivou. Takvo rešenje, po pravilu, stimuliše investitora da prebaci oporezivi prihod iz svojih poslovnih jedinica u preduzeće u kome se taj prihod oslobađa od poreza na izloženi način. Isto tako, poreske privilegije za inostrane kompanije kao investitore treba da uključe i iznose amortizacije kao odbitne stavke od poreske osnovice za obračun poreza na dobit. Jer, ako se vremenska amortizacija realizuje nakon isteka vremena poreskog oslobođenja, onda iznos amortizacije nije više odbitna stavka. Tada ekonomski neamortizovana imovina stvara prihod koji je podložan oporezivanju. Zbog toga se ubrzana amortizacija (otpis sredstava) mora odložiti za period koji sledi po isteku vremena poreskog oslobođenja. U tom slučaju, inostrani investitor može koristiti obe metode: (1) poresko oslobođenje tokom perioda u kome se ne plaća porez iz dobiti i (2) ubrzanu amortizaciju po isteku perioda poreske privilegije, koja se odbija od poreske osnovice. Samo se u tom slučaju fiskalni podsticaji vremenski produžuju i kvantitativno povećavaju sa sračunatim efektima na dugoročna ulaganja.

U tržišnim privredama poreska politika utiče na izbor instrumenata štednje i plasmana uštođenih resursa. Na biznis probi je i prodaja tzv. proizvoda osiguranja života. Za taj biznis interesuju se i banke, budući da već osnivaju akcionarska osiguravajuća društva, koja nude i prodaju "proizvode" osiguranja života i penzija svojim klijentnim bazama. Za vodeće evropske banke (tzv. lideri) prodaja supstituta štednih uloga postala je atraktivan izvor prihoda. Tome se prilagodila većina evropskih poreskih režima, koji obezbeđuju specijalne pogodnosti za plaćanje premije i tekuće dohotke polise osiguranja u formi oslobođenja od poreza na premije. Nominalna vrednost oslobođenja od poreza se kalkuliše za mešovito osiguranje života primenom marginalne poreske stope primenljive na prosečne zarade. Grupno osiguranje je potpuno izuzeto iz poreskih tretmana isto kao i osiguranje sa određenim rokom u vezi sa dotiranim zajmom za stanove.

Multinacionalne kompanije, poput Captive insurance company, mogu zajednički formirati off shore banku koja ne podleže deviznoj kontroli i koja je oslobođena plaćanja poreskih obaveza. Off shore kompanije osnivaju off shore banku, koja se bavi poslovima međunarodnog kreditiranja, kupoprodaje inostranih dugovanja, izdavanja garancija, lizing aranžmana, plaćanja u međunarodnom prometu roba i usluga bankarskih transakcija sa gotovinom bez ograničenja, primanja bankarskih depozita (uplata stranaca u stranoj valuti) i odobravanja zajmova, koji su povoljniji zbog poreskih olakšica koje uživa off shore banka. Stimulativna poreska politika podstiče rast finansijskih transakcija kroz off shore bankarstvo na taj način što profit koji ostvari klijent off shore banke biva oslobođen od plaćanja poreza na dobit. Isto tako, off shore banke svojim klijentima daju više kamate i nude mogućnost oslobađanja od poreza na ostvareni profit od kamata. Posredstvom poreskih olakšica i oslobođenja off shore banka postaje gotovo idealna šansa za osnivače da relativno brzo akumuliraju zdrav bankarski kapital, koji je oslobođen od poreza i devizne kontrole. Poslovanjem kroz off shore banku formira se i imovina osnivača banke, koja se može držati kroz off shore trust, odnosno kroz off shore investment holding kompaniju i to bez plaćanja poreza na profit od upotrebe imovine u državi u kojoj vlasnik imovine, kao osnivač banke, ima status rezidenta. U tom kontekstu, svaka država, koja teži da privuče inostrani kapital kroz ulaganja u off shore banku valja prilagoditi poreske propise u smislu potpunog oslobođenja od plaćanja poreza na profit off shore banke i od plaćanja poreza na profit koji vlasnici off shore banke ostvaruju kao svoje dividende (odnosno zarade bez poreza). Na taj način, fleksibilna država, efikasnom i racionalnom poreskom politikom, stimulira razvoj off shore bankarstva. No, pored bankarskog biznisa, određene države izuzetnu pažnju posvećuju i razvoju off shore turističkih centara i, naročito, off shore kompanija, koje se bave međunarodnom trgovinom, odnosno tzv. reeksportom. A to je od posebnog značaja za našu zemlju u kojoj bi off shore kompanija bila regislrovana radi kupovine robe u Hong Kongu i prodaje robe u Andori. U tom slučaju, roba bi se iz Hong Konga direktno upućivala u Andoru, a profit ostvaren od kupoprodaje ostajao bi u našoj zemlji, ali bez obaveze plaćanja poreza. Off shore kompanije ne bi plaćale porez na profit, a vlasnici off shore kompanije ne bi plaćali porez na dividende. Time bi se doprinelo razvoju off shore poslovnih i flnansijskih centara, uključujući i shipping kompanije i, naročito, trusts

kompanije (koje su pogodne za akumuliranje zdravog kapitala, oslobođenog od poreza, kojim se može slobodno raspolagati u skladu sa preferencijama vlasnika).

Savremeni razvoj fiskalne politike ogleda se i na planu poreskih podsticaja diversifikacije poslova na finansijskim tržištima, budući da su kupoprodaje novčanih, kapitalnih i deviznih transakcija centralni stubovi internacionalizacije proizvodnje i finansiranja razvoja, liberalizacije tržišta i spoljne trgovine, i globalizacije flnansijskih odnosa. U tom kontekstu, fiskalna politika treba da podržava razvoj prometne kupoprodaje deviza (odnosno kasa ili spot kupljene i prodate devize) i terminske kupoprodaje deviza, i da upliviše na inovaciju finansijskih instrumenata na terminskom internacionalnom deviznom tržištu novca. U svim finansijskim transakcijama, i za kupca i za prodavca novčanih sredstava (deviza, kapitala, hartija od vrednosti) egzistira riziko neizvršavanja doznake, kamatni riziko i devizni riziko koji tržišno orijentisana fiskalna politika treba da ublaži. Oblici obezbeđenja od kursnog rizika mogu biti i terminske devizne transakcije, swop (svop) poslovne operacije, opcije i futures (fjučers) ugovori. Ovi oblici osiguranja deviznog rizika reprezentuju nove bankarske operacije i fundamentalne finansijske instrumente na međunarodnom tržištu novca i kapitala, koje štiti i podržava ekonomski sračunata strukturna fiskalna politika. Poreska politika mora biti efikasna i racionalna kada je u pitanju devizni i kamatni svop, kojim se trguje na internacionalnom tržištu novca, odnosno kapitala, sa ciljem da se eliminiše devizni, odnosno kamatni rizik. Isto tako, važna je i fiskalna podrška valutnim opcijama, koje reprezentuju hartije od vrednosti kojima se trguje na terminskom opcionom tržištu. Tu je bitan neporeski tretman prava iz opcije. Kod tržišnih operacija sa fjučers ugovorima je, pak, važna poreska zaštita od rizika nesolventnosti i fiskalna bonifikacija za tzv. inicijalnu maržu, koju deponuju i kupac i prodavač. Vrednosni papiri i euro-dolarski depoziti na tržištu kratkoročnih fjučers standardnih finansijskih instrumenata nose kamatne stope (cenu), koje se formiraju na osnovu tražnje i ponude, i na osnovu međuzavisnosti između kamatne stope na cash tržištu i kamatne stope na fjučers tržištu, čije razlike "pegla" fiskalna politika kamatno egalizirajućeg tipa (eliminisanje kamatnog rizika).

Ulaganje kapitala u kupovinu hartija od vrednosti (akcije, obveznice, obligacije, hipotekarne založnice) obavlja se praktično na berzi efekata, kao specijalizovanoj instituciji tržišta kapitala i dugoročnih hartija od vrednosti, odnosno na sekundarnom tržištu efekata na kome se obavlja tzv. kupovina iz druge ruke (ili kupovina i prodaja emitovanih i plasiranih efekata na primarnom tržištu). U tom kontekstu, razvojna fiskalna politika ima zadatak da promoviše rast kapitalnih transakcija, da eliminiše kursni rizik, kao razlika između promplnog (berzans¬kog) kursa i terminskog kursa, i da spreči krah investitora koji svoje kapitale ulaže u kupovinu akcija.

Pored toga, fiskalna politika treba da podrži diversifikaciju sredstava za zaštitu od kurs-nog rizika, poput fjučersa (koji implicira inicijalnu maržu kao garanciju), opcija (koje impliciraju kauciju u formi tzv. premije opcije) i svopova (koji impliciraju poslovne transakcije kupoprodaje i zamene reprogramiranih dugova). Učesnike u fjučers ugovorima na tržišnim operacijama na fjučers berzama fiskalne politike treba zaštititi od kursnog rizika promena kamatnih stopa. Radi se o tzv. hedžersima, kao preduzetničkim subjektima (banke, firme, izvoznici), ali ne

i o tzv. trodersima (tj. špekulantima). Zaštita je naročito važna za efekte sa fiksnim prihodima i za dugoročne obveznice. Isto tako, fiskalna politika treba zaštititi i kupca i prodavca opcija usled rasta potencijalnih gubitaka (bez obzira da li se radi o tzv. call opciji ili tzv. put opciji). Konačno, specijalni režim fiskalnih beneficija, koncesija i bonifikacija treba da prati razvoj diversifikovane strukture svopova, a u prvom redu (1) zamenu jednog duga za drugi dug, (2) zamenu duga njegovim otkupom od strane dužnika, (3) zamenu duga za obveznice (debt-securization swap), (4) zamenu duga za robu i usluge i (5) zamenu duga sa kapitalnim učešćem u investicijama (debt-equity swap). U tom kontekstu, prezadužena država treba specijalnim fiskalnim pogodnostima da podstiče direktnu konverziju duga za robu i usluge dužnika, otkup duga po osnovu potraživanja od izvoza roba i usluga, kupovinu sopstvenog duga na sekundarnim tržištima sa diskontom, ulaganje kapitala od prodaje duga u kupovinu kontrolnog paketa akcija, konverziju duga u dužničku valutu koja se kapitalno ulaže u investicije zemlje dužnika i ulaganje dužnika u kupovinu obveznica koje emituje poverilac po berzanskom kursu uz umanjenje za diskont. Najzad, fiskalna politika zadužene privrede treba da stimulira razvoj cesije pri kupoprodaji prestrukturiranih dugova, kao i "novacije" i "subparticipacije".

Eskalacija inflacije i krize, fleksibilitet deviznih kurseva i varijabilitet kamatnih stopa inducirali su rastući trend kamatnog i deviznog rizika sa relativno značajnim potencijalnim gubicima u profitu, erodiranjem bankarskog kapitala i divergentnim kretanjem ponude i tražnje na finansijskom tržištu. Hedžing investicione strategije sada koriste banke u funkciji minimiziranja kamatnih i kursnih rizika posredstvom transakcija na robnom i finansijskom tržištu. U okviru finansijskog hedžinga kombinuju se efektivne i terminske transakcije sa finansijskim instrumentima koji divergentno reaguju na promene deviznog kursa (valutni hedžing) i na promene kamatne stope (kamatni hedžing), mada i kombinacija efektivnih transakcija i transakcija na tržištima rizika (tržište opcija i svopova) daje relativno dobre performanse u realizaciji hedžinga. Razvojno orijentisana fiskalna politika treba da podstakne bum hedžing transakcije, putem kojih banke kreiraju nove finansijske instrumente za transfer rizika. Realokacija i redistribucija kamatnog i kursnog rizika forsiraju se razvojem fjučersa, forvardsa, opcija i svopova u okviru transakcija na zvaničnim i nezvaničnim tržištima (berze i OTC tržišta), pod uslovom da strukturalistička fiskalna politika, direktno i indirektno, reducira potencijalne rizike delovanjem na sve tri faze hedžing transakcija (faza monitoring rizika, faza predviđanja promena kamatnih stopa i deviznih kurseva i faza nominovanja hedžing instrumenata koji minimiziraju rizik). Time bi radikalna fiskalna politika doprinela ostvarivanju ciljeva poslovne politike modernog finansijskog menadžmenta preduzeća i banaka, i akceleratorskom razvoju upravljačkih finansija i korporativnog finansiranja u tranzitornom periodu finansijske revolucije bankarskog preduzetništva i finansijskog menadžerstva. Moderno fiskalno upravljanje sa strategijskim poreskim planiranjem i budžetskim inženjeringom (javni izbori i novo organizaciono ponašanje države), stoga, mora biti readaptirano rizičnom finansijskom okruženju sa novom funkcijom koordiniranog upravljanja aktivom i pasivom preduzeća, banke i države. Kooperativnost između

monetarnog, bankarskog, finansijskog i fiskalnog menadžmenta je, dakle, biznis neminovnost u operativnom i strategijskom menadžmentu i marketingu.

Nova srpska poreska politika mora biti razvojno orijentisana kako bi deregulacijom, reprivatizacijom i liberalizacijom ubrzala ekspanzivni trend tržišne privrede. Zato i sva investiciona ulaganja treba oslobađati od poreskih nasrtaja tokom narednih 5–7 godina, s tim da po isteku 7 godina treba institucionalno ugraditi mehanizam "poreskog kredita" (kakav inače egzistira u razvijenim tržišnim ekonomijama OECD i EU). U novokreiranom razvojnom ambijentu, stranke kompanije plaćale bi najniži porez u Evropi. Korporacijski porez bi iznosio 1%–3% ostvarenog neto dobitka. Fleksibilna poreska politika omogućila bi ubrzano otvaranje off-shore kompanija i off-shore bankarskih jedinica sa oporezivanjem profita od 1% sa snažnim dugoročnim dodatkom svežeg kapitala i sa čvrstom poslovnom kooperativnošću sa poslovnim svetom. Nova ekonomska politika države u petogodišnjem tranzitornom periodu omogućila bi (preko podsticajne poreske politike) potpuno oslobađanje od poreza za sve vlasnike hartija od vrednosti i sve devizne štediše. Razvojna fiskalna politika podsticala bi otvaranje slobodnih carinskih zona sa brzim protokom robe, kapitala i tehnologija. Drastičnim reduciranjem carina država bi pojačala delovanje inostrane konkurencije na domaću proizvodnju i unutrašnje tržište, naročito u pravcu razbijanja monopolskih jezgara. Stimulativna poreska politika bi na srednji rok ukinula oporezivanje zarada i to sve dok se ne dostigne nivo razvoja srednje razvijene evropske zemlje i nivo zarada u srednje razvijenim zemljama. Ekstra zarade i plate monopolista i rentijera progresivno bi se fiskalno zahvatale u korist socijalnih fondova dok traje privatizacija (a nakon toga u budžete lokalnih samouprava). Ukidanje poreza na zarade pratilo bi ukidanje doprinosa, osim doprinosa za socijalno, zdravstveno i penzijsko osiguranje, čije stope ne treba da budu više od 10% od zarade (s tim što 50% tereta pada na poslodavca). Progresivni porezi bi se uveli na zemlju koja se ne obrađuje, na poslovni prostor koji nije u funkciji, na opremu koja se ne koristi. Neiskorišćeni i nedovoljno korišćeni proizvodni kapaciteti takođe bi se fiskalno penalizovali u naredne 3 godine. Luksuzna (domaća i uvozna) potrošna roba dopunski bi se oporezovala novouvedenim porezom na dodatu vrednost. Novoosnovana privatna mala i srednja preduzeća bila bi oslobođena plaćanja poreza tri godine u urbanim centrima, pet godina u depresiranim regionima i nerazvijenim područjima, i sedam godina u pograničnim opštinama i brdsko-planinskim područjima.

Razvojno strukturirana fiskalna politika bila bi transparentna i stabilna. Tvrda poreska ograničenja eliminisala bi nominalno usidrena meka budžetskih rashoda države i to bez deficitarnog finansiranja javnog sektora kresanjem budžetskih rashoda sa imperativima reprivatizacije (dela) državne administracije i sa prenošenjem dela javnih usluga na privatne firme. Formiranje poreskih prihoda na nižem nivou usloviće finansijsko prilagodavanje budžetskih rashoda države i to bez deficitarnog finansiranja javnog sektora iz primarne emisije. Eventualnu diskrepanciju između fiskalnih prihoda i javnih rashoda država će popunjavati samo na finansijskom tržištu sredstvima zajmovnog finansiranja. Limit bi iznosio 3%–5% društvenog proizvoda, s mogućnošću javnog uvida u celokupnu strukturu javnih troškova države i javnih zajmova, koji ne mogu da pređu nivo ukupne vrednosti državne imovine. Samo u

takvim uslovima porezi bi predstavljali finansijsku nadoknadu poreskog obveznika (građanina) svojoj državi za dovoljnu proizvodnju i pravednu distribuciju javnih dobara i usluga u oblasti obrazovanja, nauke, zdravstva, odbrane i sudstva (u skladu sa javnim izborima, javnim marketingom i javnim menadžmentom). Time se doprinosi smanjenju utaje poreza i reafirmaciji poreskog morala. Mali porezi su ipak najbolji lek za evaziju poreza.

2. STRUKTURNA FISKALNA POLITIKA, PRESTRUKTURIRANJE I BERZE

Intelektualni izazov nove klasične makroekonomije po pravilu daje negativni odgovor na pitanja da li budžetski deficit apsorbuje privatnu štednju, da li javni dugovi smanjuju privatnu potražnju za obveznicama proizvodnih kapitalnih ulaganja i da li se teret javnog duga prebacuje na buduće generacije. Ovi teoretičari smatraju da se, ukoliko javni rashodi nisu pokriveni iz tekućih poreza, izlaz nalazi ili u prodaji kamatonosnih obveznica ili u štampanju novca. I ako se pristupi zatvaranju "rupa" u budžetu prihvate preko nenovčanog duga, građani već znaju da će u budućnosti morati da se plati veći porez da bi se platila kamata. A da bi platili buduće poreze, obveznici moraju da štede upravo onoliko koliko im je potrebno da bi kupili nove državne vrednosne papire. Ali, ukupno bogatstvo i ukupna potrošnja se ne menjaju, a odlaganjem poreza se ništa ne postiže, jer je, uz datu sadašnju vrednost poreskih obaveza diskontiranih po kamatnoj stopi na državne vrednosne papire, vremenski raspored irelevantan. Buchanan je ovu doktrinu na-zvao rikardijanskom, smatrajući problem odlaganja poreza preko domaćeg zajma lošom opcijom fiskalne politike. S druge strane, i supstitucija poreza emisijom novca u procesu finansiranja državnog deficita nema nikakav realni efekat, jer će novi novac podići cene dovoljno visoko, tako da realna količina novca ostane nepromenjena.

Dok rikardovska doktrina negira snagu kompenzatorske fiskalne politike koja se finansira putem deficita, dotle konvencionalna kejnzijanska teorija sa stanovišta efikasnosti fiskalne politike u kratkom roku smatra da smanjenja poreza i povećavanja transfernih javnih rashoda povećavaju ukupnu tražnju, podižući simultano zaposlenost i cene.

Fiskalni konzervativci dokazuju da finansiranje deficita putem zaduženja opterećuje buduće generacije (Buchanan i Ferguson), a Modigliani da se buduće generacije opterećuju samo u onoj meri u kojoj deficitarno finansiranje smanjuje nasledene fondove ljudskog i materijalnog kapitala. Tobin, pak, upozorava na paralelizam kratkog i dugog roka, smatrajući da kejnzijanci veruju da ekspanzionistička fiskalna politika deluje na stanje nedovoljne zaposlenosti, s obzirom da deficiti povlače uštede koje bi se u odsustvu adekvatne tražnje za

investicijama izgubile usled smanjenja dohotka. Rikardovci veruju, suprotno kejnzijancima i fiskalnim konzervativcima, da su deficitni budžetski rashodi nekorisni na kratak rok i neškodljivi na dugi rok (Tobin).

Kejnzijansko gledište bi u osnovi moglo da podrži Pigouov efekat, ukoliko se računa na veći podsticaj potrošnji kod državnih poverilaca, nego na odvraćanje od potrošnje budućih poreskih obveznika. Rikardijanci, pak, smatraju da stalno smanjenje nivoa cena podjednako povećava realnu vrednost državnih nenovčanih obveznica i s tim povezane poreske obaveze.

Rikardovska teorema ekvivalencije ima značaj za monetarizam, jer bi monetaristički rika-rdovac mogao da veruje da se nivo cena prilagodava u slučaju da realna količina novca ostane nepromenjena. I kada centralna banka kupuje državne vrednosne papire, rikardijanac smatra da transakcija na otvorenom tržištu povećava bogatstvo, iako se po efektu ne razlikuje od "novčane kiše" u procesu finansiranja budžetskih izdataka. Za kejnzijance bi porast novčane mase, koji nastaje iz transakcija na otvorenom tržištu, bio smatran samo manje ekspanzionističkim u odnosu na isti iznos novca koji bi rastao deficitarnim finansiranjem ili novčanom kišom (Tobin).

Barro, kao pristalica nove klasične makroekonomije, nije prvi otkrio rikardovsku teoremu ekvivalencije (jer su to pre njega učinili Tobin i Bailel), ali ga je snažno isticao sa stanovišta tzv. životnih krugova i nasledstva i ograničenja likvidnosti. U tome je Barro i preterao poput Feldsteina u odbrani svoje postavke da tekuće uplate za socijalno osiguranje smanjuju formiranje kapitala. Međutim, Barro je u pravu kada ističe da planovi potrošnje i štednje nisu neutralni sa stanovišta vremenskog rasporeda plaćanja poreza, jer finansiranje javnih rashoda zaduživanjem povećava tekuću potrošnju i smanjuje raspoloživu štednju za kupovinu drugih oblika imovine sem državnih vrednosnih papira. Tobin misli suprotno, s obzirom da zamena tekućeg oporezivanja imovine budućim oporezivanjem imovine donosi isti efekat: smanjenje tekućih poreza ne koristi budućoj akumulaciji. Druga je stvar sa oporezivanjem zarada, ukoliko porezi padaju na prihode od investicija u ljudski kapital, mada je moguća supstitucija u korist dokolice.

Kejnzijanci, isto tako, smatraju da diskontna stopa za buduće poreze odgovara tokovima dohotka na koji se porez plaća i daje stopa viša od diskontne stope za državne obveznice. Emisija državnih obveznica, pri tome, povećava neto bogatstvo, čak i onda kada poreske platiše očekuju povećanje poreza za otplatu dodatnog duga. Inflatorna neizvesnost, međutim, čini svoje u smanjenju atraktivnosti novca i novčanih potraživanja u odnosu na realnu imovinu. Stoga su dobici u bogatstvu manji, jer se sužavaju diskontne razlike u inflatornim neizvesnostima.

U raspravi o efektima finansiranja deficita putem zaduženja u sklopu dugoročne ravnoteže sa punom zaposlenošću podupirana su gledišta kejnzijanaca i konzervativnih fiskalaca da deficitarno budžetsko finansiranje zajmovnim resursima istiskuje fond kapitala. Međutim, sa stanovišta opservacije budžetskih deficita i kratkoročne stabilizacione politike, Tobin tvrdi da bi kejnzijanska fiskalna politika bila uspešna u kratkom roku, s obzirom da bi supstitucija tekućeg oporezivanja izdavanjem obveznica stimulisala tekuću potrošnju i da bi ekspanzija realne tražnje u uslovima neadekvatne zaposlenosti povećala proizvodnju i zaposlenost.

Pristalice ekonomije ponude teže redukciji poreza, a kejnzijanci poveća¬nju poreza za suzbijanje inflacije. U sniženju poreza ekonomisti ponude vide značajan podsticaj proizvodnji, a preko toga i ponudi robe i usluga na tržištu. Pridavanjem značaja niskim poreskim stopama, strukturalisti smatraju da redukcija poreza predstavlja ključni instrument za suzbijanje inflacije i smanjenje budžetskih deficita. Suprotno od toga, pristalice ekonomije ponude potvrđuju da su budžetski deficiti povezani sa inflacijom i porastom kamatne stope, i da, stoga, provociraju efekat istiskivanja sa negativnim implikacijama na investicionu aktivnost i budući rast.

Najnovija politika izlaska privrede iz recesije više se ne bazira na monetarističkoj restrikciji tražnje u inflaciji ili na kejnzijanskoj ekspanziji tražnje u depresiji već na regulisanju ponude čije povećanje, u uslovima istovremene inflacije i nezaposlenosti, treba da otkloni oba ova žarišta nestabilnosti. Sredstva za ostvarivanje ove politike su "deregulacija" privrede, smanjenje uloge države u regulisanju ekonomskih tokova, oživljavanje inicijative posredstvom tržišta, potiskivanje uloge sindikata, monetaristička restriktivna politika obuzdavanja inflacije i fiskalna politika redukcije poreza i javnih rashoda. Pri tome, sredstva oslobođena iz državnog budžeta, neracionalno usmeravana, bila bi ostavljena biznisu i potrošačima čiji bi produktivni udari na ponudu izveli privredu iz krize iz prostog razloga što veruju da su tržišne ekonomije prirodno efikasne, iako ne proizvode prirodni rast, dovoljan za suzbijanje inflacije i za smanjenje nezaposlenosti. Stoga smatraju da će sa porastom profita, štednje i investicija u uslovima eliminisanja nekontrolisane socijalizacije dohotka i naturene državne regulative nezaposlenost "sama po sebi" opadati sa rastom proizvodnje.

Problem rasta proizvodnje, odnosno ponude, teoretičari supply-side ekonomije vide u spektru stimulansa rada, štednje i investicija, pri čemu fiskalna relaksacija reprezentuje okosnicu strategije rasta ponude. Reč je, dakle, o imperativnoj prealokaciji resursa iz neproduktivnih punktova, neproizvodnih džepova, potrošnje i dokolice u korist rada, štednje i investicija u funkciji promovisanja ekonomskog rasta. Prema tome, zanemaruje se redistributivna fiskalna funkcija u korist alokativne funkcije destiniranjem resursa biznisu, pošto poboljšanje ekonomskog položaja bogatih u dugom roku treba da dovede do povećanja životnog standarda siromašnijih (iako Tobin sumnjičavo gleda na moguć uspeh supply-sidersa). Tobin, zapravo, sumnja u "sposobnost" da se proizvedu efekti saglasno rezultatima naivne prognoze protagonista supply-side politike.

Predikcija na sniženje poreza u formi pokretanja ekonomskog rasta preko stimulacija rada, štednje i investicija implicira potpunu slobodu tržišnim zakonima komplementarnu sa smanjivanjem uloge državne intervencije. U tom sklopu, teoretičari ekonomije smatraju (1) da se budžetska sredstva manjeviše neracionalno troše, (2) da društvena korist od različitih oblika javnih izdataka nije ekvilibrirana sa društvenim troškovima, (3) da jačanja državnog intervencionizma vode ekspanziji administrativnog aparata i neracionalnom zapošljavanju i supsti-tuciji ekonomske logike, (4) da javni sektor, usled odsustva tržišnih zakonitosti, redukuje produktivnost i vodi socijalizaciji gubitaka javnih preduzeća i (5) da predimenzionirana javna potrošnja generira inflacione impulse, reducira ekonomski rast i smanjuje produktivnu zaposlenost. Međutim, kejnzijanci osporavaju neokonzervativne teoretičare supply-side ekonomije da ekspanzivni rast javnog sektora negativno

deluje na cene, zaposlenost i rast, smatrajući da javni sektor ne indukuje stagflaciju, s obzirom da egzistira nesignifikativna korelacija između učešća javnih rashoda u društvenom proizvodu i stope rasta realnog društvenog proizvoda. Kejnzijanci negiraju čak i hipotezu o delovanju rasta javnog sektora na inflaciju, pošto se monokauzalni pristup inflaciji ne priznaje sindromom stagflacije.

No, kejnzijanci se, zajedno sa strukturalistima, oštro protive zanemarivanju budžetskih deficita zbog toga što doprinose povećanju kamatne stope (kejnzijanci), odnosno produbljivanju tzv. crowding out-a (strukturalisti). Iz tih razloga je savremena debata o deficitarnom finansiranju izbacila na površinu tri teze: (1) budžetski deficit utiče na evoluciju cena i kamatne stope (monetaristi), (2) budžetski deficit izaziva efekat istiskivanja (strukturalisti) i (3) budžetski deficit ne utiče na inflaciju i kamatnu stopu, ukoliko se optira neutralno finansiranje (kejnzijanci). Međutim, novije analize deficitarnog finansiranja pokazuju nešto drugo. Naime, pokazalo se da finansiranje sve većeg deficita javnog sektora stalnim emisijama hartija od vrednosti od strane državne blagajne podstiče izrazitiji inflatorni proces nego u slučaju da se deficit pokriva krei-ranjem primarnog novca. Pokriće sve većeg deficita, koji potiče od povećanih otplata kamata na sve veći dug javnog sektora, stvara multiplikovan mehanizam. Politika zaduživanja javnog sektora uslovljava povećanje troškova finansiranja proizvodnih delatnosti, dok povećanje kamatnih stopa na javni dug, koje je neophodno da bi se privukla štednja, koja se obično plasira u depozite, dovodi do značajnijeg efekta imovine kod potrošača, tj. do širenja sklonosti ka trošenju i, time, do ekspanzije inflatornih podsticaja. Potrebno je, stoga, povećati ili emisiju primarnog novca ili, pak, emisiju izvesne kombinacije primarnog novca i blagajničkih bonova, što bi dovelo do sporijeg rasta finansijske aktive, a, tako, i do slabljenja tzv. "efekta imovine".

Strukturalisti, u osnovi, plediraju, pored iznetog, na liberalizaciju režima amortizacije i poreskog kredita za investicije, kontrakciju socijalnih programa i javnih usluga, redukciju budžetske pomoći nižim nivoima organizovanja javne potrošnje, reanimaciju deprimiranih regiona (pomoć regionima pogođenim krizom industrije), koncipiranje nove industrijske politike, insti-tuisanje tzv. "les rabais fiscaux" u korist krupnog kapitala i biznisa, smanjenje poreza bogatijim u alternaciji povećanja poreza siromašnijim, radikalizaciju ekonomike ponude, klizanje prema konzervativizmu itd. Kejnzijanci, naravno, iritirani bezobzirnom prodornošću teorije supply-side ekonomije ustaju protiv pojedinih stavova strukturalista, smatrajući (1) da kontrakcija socijalnih programa i programa javnih usluga rizikuje da izazove redukciju aktivnosti i zaposlenosti, (2) da je redukcija budžetske pomoći inkompatibilna sa socijalnim transferima, jer egzistira tradicionalna dilema između socijalne strane medalje i ekonomske efikasnosti, koja ako se pravilno ne shvati, izaziva socijalnu regresiju i regionalne distorzije, (3) da su budžetski deficiti, visoke kamate, recesija i nezaposlenost teži od inflacije (što se kao prigovor odnosi i na monetariste), (4) da je nova politika dezinflacije izazvala erupciju spirale nadnice – cene i konflikte raspodela sa nepovoljnim implikacijama na produktivnost i motivaciju rada, (5) da su principi novog federalizma i politika redukcije pomoći federalnog budžeta budžetima država i lokaliteta uveli inegalnu presiju (od 15% do 20%) umanje razvijenim regionima, koja je, pored toga, i teža za 5%–10% nego u razvijenim područjima, (6) da kontradikcije u ekonomiji ponude (kao i moneta-

rizmu) teže da indukuju recesionističku spiralu (pravdanjem imperativom recesiono prečišćavanje privrede za njenu revitalizaciju) i (7) da se uvodi čudna strategija "stop and go stagflation" u rešavanju problema strukturne krize.

No, kejnzijanci se, zajedno sa strukturalistima, oštro protive zanemarivanju budžetskih deficita zbog toga što doprinose povećanju kamatne stope (kejnzijanci), odnosno produbljivanju tzv. crowding out-a (strukturalisti). Iz tih razloga je savremena debata o deficitarnom finansiranju izbacila na površinu tri teze: (1) budžetski deficit utiče na evoluciju cena i kamatne stope (monetaristi), (2) budžetski deficit izaziva efekat istiskivanja (strukturalisti) i (3) budžetski deficit ne utiče na inflaciju i kamatnu stopu, ukoliko se optira neutralno finansiranje (kejnzijanci). Međutim, novije analize deficitarnog finansiranja pokazuju nešto drugo. Naime, pokazalo se da finansiranje sve većeg deficita javnog sektora stalnim emisijama hartija od vrednosti od strane državne blagajne podstiče izrazitiji inflatorni proces nego u slučaju da se deficit pokriva krei-ranjem primarnog novca. Pokriće sve većeg deficita, koji potiče od povećanih otplata kamata na sve veći dug javnog sektora, stvara multiplikovan mehanizam. Politika zaduživanja javnog sektora uslovljava povećanje troškova finansiranja proizvodnih delatnosti, dok povećanje kamatnih stopa na javni dug, koje je neophodno da bi se privukla štednja, koja se obično plasira u depozite, dovodi do značajnijeg efekta imovine kod potrošača, tj. do širenja sklonosti ka trošenju i, time, do ekspanzije inflatornih podsticaja. Potrebno je, stoga, povećati ili emisiju primarnog novca ili, pak, emisiju izvesne kombinacije primarnog novca i blagajničkih bonova, što bi dovelo do sporijeg rasta finansijske aktive, a, tako, i do slabljenja tzv. "efekta imovine".

Strukturalisti, u osnovi, plediraju, pored iznetog, na liberalizaciju režima amortizacije i poreskog kredita za investicije, kontrakciju socijalnih programa i javnih usluga, redukciju budžetske pomoći nižim nivoima organizovanja javne potrošnje, reanimaciju deprimiranih regiona (pomoć regionima pogođenim krizom industrije), koncipiranje nove industrijske politike, instituisanje tzv. "les rabais fiscaux" u korist krupnog kapitala i biznisa, smanjenje poreza bogatijim u alternaciji povećanja poreza siromašnijim, radikalizaciju ekonomike ponude, klizanje prema konzervativizmu itd. Kejnzijanci, naravno, iritirani bezobzirnom prodornošću teorije supply-side ekonomije ustaju protiv pojedinih stavova strukturalista, smatrajući (1) da kontrakcija socijalnih programa i programa javnih usluga rizikuje da izazove redukciju aktivnosti i zaposlenosti, (2) da je redukcija budžetske pomoći inkompatibilna sa socijalnim transferima, jer egzistira tradicionalna dilema između socijalne strane medalje i ekonomske efikasnosti, koja ako se pravilno ne shvati, izaziva socijalnu regresiju i regionalne distorzije, (3) da su budžetski deficiti, visoke kamate, recesija i nezaposlenost teži od inflacije (što se kao prigovor odnosi i na monetariste), (4) da je nova politika dezinflacije izazvala erupciju spirale nadnice – cene i konflikte raspodela sa nepovoljnim implikacijama na produktivnost i motivaciju rada, (5) da su principi novog federalizma i politika redukcije pomoći federalnog budžeta budžetima država i lokaliteta uveli inegalnu presiju (od 15% do 20%) umanje razvijenim regionima, koja je, pored toga, i teža za 5%–10% nego u razvijenim područjima, (6) da kontradikcije u ekonomiji ponude (kao i monetarizmu) teže da indukuju recesionističku spiralu (pravdanjem imperativom

recesiono prečišćavanje privrede za njenu revitalizaciju) i (7) da se uvodi čudna strategija "stop and go stagflation" u rešavanju problema strukturne krize.

U razvijenim industrijskim zemljama ekonomska politika podsticaja investicija dobija sve više na značaju u paraleli sa razvojem sadašnje krize. Politika podsticaja investicija uglavnom se sprovodi kompenzacijom dela izdataka za nadnice (radi smanjenja nezaposlenosti), kompenziranja dela troškova proizvodnje (učešćem u finansiranju naučnoistraživačkog rada), restituisanja sopstvenog kapitala (davanjem fiskalnih olakšica preduzećima), neposrednim učešćem u finansiranju (grana i preduzeća pogođenih strukturnom krizom), direktnim subvencijama, oslobađanjem dela socijalnih doprinosa, davanja kredita sa beneficiranim kamatama i "investicionih" doprinosa (finansiranje dela izdataka za investicije) i finansiranje investicija u nedovoljno razvijena područja (iz sredstava državnog budžeta, regionalnih i socijalnih fondova, razvojnih i investicionih banaka). No, stalno proširivanoj ekonomskoj politici novim mehanizmima, merarama i instrumentima ne korespondiraju efekti, budući da sadašnji konjunkturni ciklus karakteriše odsustvo investicione aktivnosti i niski nivo investicija. Bez jačih investicionih podsticaja i izmene investicionog trenda u dugoročnom hodu, neminovno se smanjuje potencijal konkurentnosti i povećava nezaposlenost bez izgleda na neinflaciono oživljavanje privrede i osemenjavanje rasta. Posle sloma konjunkture, nepovoljan razvoj realnog kapitala odrazio se na zastarevanje proizvodnog aparata, slabljenje konkurentnih sposobnosti, gubljenje stranih tržišta i produbljivanje protekcionističkih tendencija.

Na planu podsticanja akumulacije, investicija, rizika, raspodele i razvoja sektora privrednih organizacija, fiskalna politika obično se koristi metodama diferencijalnog ili diskrimina-torskog oporezivanja, selektivne poreske politike, ubrzane amortizacije, "poreskog" kredita, preferencijalnog tretmana ukalkulisane dobiti i sl. Različitim oblicima amortizacije (linearni metod, metod zbira godina, metod dvostrukog opadajućeg balansa, metod slobodne amortizacije, metod investicionih subvencija, metod inicijalnog odobravanja i metod investicionog odobravanja), redukcijama poreskih stopa i poreskih osnovica (bonifikacije, koncesije, olakšice i oslobođenja), odbitnim poreskim stavkama (dedukcije: "poreski kredit", poreska remiza) i preferencijalnim poreskim tretmanom ukalkulisane dobiti po osnovu rasta cena državnih hartija od vrednosti, u osnovi se podstiče investiciona aktivnost u razvijenim industrijskim zemljama. Mogućnost kompenziranja gubitaka, dopuštanjem obveznicama poreza na dobit da iskazuju gubitak među troškovima, u biti predstavlja svojevrsnu premiju za rizik i dodatni stimulans za investiranje i spremnost za preuzimanje rizika.

Fiskalni podsticaji su za današnje uslove od posebnog značaja, pošto se nesigurnost, koja se ogleda u investicionim kalkulacijama u vidu premija na veći rizik, izuzetno povećala (što one-mogućuje da normalan paket kapitalnih projekata ispuni prihvatljive finansijske kriterijume). Najčešće i najteže su pogođene one investicije u kojima premije za veći rizik, delujući snažno u pravcu obezvređivanja očekivanog budućeg profita, čine sadašnju vrednost tih budućih profita minimalnom (Greespan). Povećanje investicionog rizika protekle decenije odražava se i na tržištu akcija, na kome je odnos između cene i zarada pao na najniži nivo, što je posledica

povećane diskontne stope nametnute očekivanom rastu dobiti. Premije na visoki rizik sputavaju sposobnost slobodnog tržišta da se prilagodi primećenim dugoročnijim tendencijama, otupljuju osetljivost procesa prilagođavanja pomoću ponude i tražnje, te dovode do nestabilnih ekonomskih prilagođavanja. Inflatorno okruženje čini još neizvesnijim ove kalkulacije u vezi sa stopom dobiti od novih investicija. A i kada se ukupni profit povećava u srazmeri sa stopom inflacije disperzija tih profita između poslovnih poduhvata ima tendenciju da se povećava u paraleli sa rastom inflacije, koja pored toga što unosi veću neizvesnost u kalkulisanje stope dobiti, deluje u pravcu skretanja investicionih trendova prema kratkoročnim projektima. Stoga nije neočekivano što je kao reakcija na visok rizik i nedostatak privatnih investicija bilo pokušaja povećanja potrošnje pomoću fiskalne ekspanzije.Aktivna poltika nadnica se, u tom kontekstu, ne zardžava samo na kočenju rasta nadnica i ukidanju automatizma, već i na širenju prostora investiranju, zaustavljanju rasta nezaposlenosti i tendencije opadanja profita, sprečavanju razvijanja današnje krize u depresiju i uspostavljanju društvenog koncenzusa u utvrđivanju novih relacija između rada i kapitala.

D. Fiskalni deficit, javni dug i tzv. efekat istiskivanja (crowding-out) jesu visokokotirajući aktuelni problemi savremenih ekonomskih politika industrijski razvijenih zemalja OECD u fokusu intelektualnih rasprava akademskih ekonomista. U teorijskim duelima i empirijskim analizama monetarista, kejnzijanaca (fiskalista), pristalica teorije racionalnih očekivanja i teoretičara ekonomike ponude iznalaze se validni argumenti dokazivanja ili pobijanja egzistencije tzv. efekata istiskivanja (crowding-out ili l'effect d'eviction) u sklopu hroničnih i strukturnih budžetskih deficita i volumeniziranog javnog zaduživanja na finansijskim tržištima. Međutim, kejnzijanski scenarij se "poklapa" sa scenarijem racionalnih očekivanja samo onda kada je uravnoteženi budžet cilj fiskalne politike. Samo tada bi pojava budžetskog deficita u cikličnoj recesiji dovela do očekivanja viših poreza i ubrzala recesiju. No, ako je ravnoteža budžeta pri punoj zaposlenosti prihvaćeni cilj, sva povećanja poreza ne mogu biti očekivana u toku same recesije i nedovoljne zaposlenosti, jer bi poreska očekivanja podržavala prihvaćenu anticikličnu politiku (Baily).

No, u istraživanju realnog crowding-out-a državna restrikcija budžeta više ne igra ulogu, s obzirom na to da se kao važan faktor razvija investicioni multiplikator povećanja državnih izdataka. Pozitivan investicioni mulitiplikator dovodi do povećanja cena koje garantuju realan rast. Veća izdvajanja države uz simultano suzbijanje inflacije deluju pogoršavajuće na nivo zaposlenosti i mogu dovesti do opadanja realnog dohotka, a time i do povećanja nezaposlenosti. Interzavisnost monetarnog rasta i realne produkcije u kratkom roku je fundamentalni aspekt interpretacija monetarista ciklusa ekonomske aktivnosti, pri čemu redukcija poreza, koja uvećava raspoloživi dohodak u datim monetarnim uslovima, biva finansirana emisijom obligacija radi pokrića deficita javnog sektora. Redukcija stope oporezivanja po pravilu daje impulse proizvodnji, štednji i investicijama. Pri tome su podsticaji investicija veći ukoliko monetarne restrikcije redukuju inflaciju. Smanjenje poreza u sadašnjosti povećava fiskalne prihode u budućnosti po propozicijama tzv. Lefferove krive. Fiskalna politika, u tom kontekstu, treba da sledi politiku restrikcije budžetskih rashoda da bi bila kompatibilna sa monetarnom

restrikcijom. Kompatibilitet je osiguran finansiranjem deficita obligacijama koje ekspanzivno deluju na realnu proizvodnju i osnovu oporezivanja koja neutralizuje gubitak fiskalnih prihoda. Po pravilu, neizbežni fiskalni deficiti sinonim su za inflaciju i asimilirani u retardirano oporezivanje.

Izdaci javnog sektora, dakle obaraju nivo normalne proizvodnje, s obzirom na to da izazivaju dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora. Problem dugoročnog istiskivanja tražnje privatnog sektora javlja se u uslovima dominacije budžetske politike, pa čak i kada egzistira realni kratkoročni efekat multiplikatora. Suprotno od Brunner/Meltzerove analize,Tobin, Buitter, Modigliani i Ando negiraju kratkoročno i dugoročno istiskivanje tražnje privatnog sektora i pokazuju da porast realnih izdataka javnog sektora povećava dugoročnu proizvodnju i dugoročne zalihe realnog kapitala .Mayer, po Frischu, zanemaruje tzv. "crowding-out" efekat (tj. efekat istiskivanja tražnje privatnog sektora), koji Stein smatra za glavnu razliku između monetarista i neokeynesijanaca. Crowding-out efekat pokazuje da izdaci javnog sektora koji se ne finansiraju stvaranjem novca nego povećanjem poreza i/ili porastom zaduživanja, imaju za posledicu smanjenje izdataka privatnog sektora, koji delimično ili u potpunosti kompenziraju povecane izdatke javnog sektora . Zanemarivanje crowding-out efekta izražava optimizam u odnosu na stabilizacionu politiku javnog sektora, dok njegovo isticanje povlači suprotnost.

GLAVA ČETVRTA

ZAKON O INVESTICIONIM FONDOVIMA

(„SLUŽBENI GLASNIK RS”, BROJ 46 OD 2. VI 2006.)

Ovim zakonom uređuje se:

1. organizovanje i upravljanje otvorenim investicionim fondovima (u daljem tekstu: otvoreni fond);
2. osnivanje i upravljanje zatvorenim investicionim fondovima (u daljem tekstu: zatvoreni fond);
3. osnivanje i upravljanje privatnim investicionim fondovima (u daljem tekstu: privatni fond);
4. osnivanje, delatnost i poslovanje društva za upravljanje investicionim fondovima (u daljem tekstu: društvo za upravljanje);
5. poslovi i dužnosti kastodi banke, u smislu ovog zakona;
6. nadležnost Komisije za hartije od vrednosti (u daljem tekstu: Komisija);
7. druga pitanja od značaja za oblast investicionih fondova.

Pojedini pojmovi, u smislu ovog zakona, imaju sledeća značenja:[10]

1. ***društvo za upravljanje investicionim fondovima*** — privredno društvo koje organizuje, osniva i upravlja investicionim fondovima, u skladu sa zakonom;
2. ***investicioni fond*** — institucija kolektivnog investiranja u okvira koje se prikupljaju i ulažu novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja;
3. ***kastodi banka*** — banka koja vodi račun investicionog fonda i obavlja druge kastodi usluge za račun investicionog fonda, a u pogledu sredstava investicionog fonda postupa samo po nalozima društva za upravljanje koji su u skladu sa zakonom i prospektom investicionog fonda;
4. ***član, odnosno akcionar investicionog fonda*** — fizičko ili pravno lice na čije ime su registrovane investicione jedinice, odnosno akcije investicionog fonda;
5. ***investiciona jedinica*** — srazmerni obračunski udeo u ukupnoj neto imovini investicionog fonda;

[10] Vidi: Dr Predrag Kapor, Investicioni fondovi i investicije i hartije od vrednosti, Poslovni biro, Beograd, 2007.

6. ***kvalifikovano učešće*** — poseduje lice koje je posredno ili neposredno imalac akcija, odnosno drugih prava na osnovu kojih stiče više od 10% učešća u kapitalu ili glasačkih prava drugog lica;
7. ***prospekt*** — osnovni dokument investicionog fonda koji potencijalnim investitorima pruža potpune i jasne informacije za donošenje odluke o ulaganju;
8. ***povezana lica*** — pravna lica koja su međusobno povezana upravljanjem, kapitalom ili na drugi način, radi postizanja zajedničkih poslovnih ciljeva, tako da poslovanje ili rezultati poslovanja jednog lica mogu bitno uticati na poslovanje, odnosno rezultate poslovanja drugog lica. Povezanim licima, u smislu ovog zakona, smatraju se i lica koja su međusobno povezana:
   - kao članovi porodice,
   - tako da jedno lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima, u skladu sa ovim članom, zajedno, posredno ili neposredno, učestvuju u drugom licu,
   - tako da u oba lica učešće ima isto lice, odnosno lica koja se smatraju povezanim licima u skladu sa ovim članom,
   - na način propisan za povezana lica zakonom kojim se uređuje pravni položaj privrednih društava,
   - kao članovi uprave ili nadzornog odbora i članovi porodice tih lica;
9. ***članovi porodice,*** u smislu ovog zakona, jesu:
   - supružnici, odnosno lica koja žive u vanbračnoj zajednici,
   - potomci i preci u pravoj liniji neograničeno,
   - srodnici do trećeg stepena srodstva, u pobočnoj liniji, uključujući i srodstvo po tazbini,
   - usvojilac i usvojenici i potomci usvojenika,
   - staralac i štićenici i potomci štićenika.

Pravno lice i preduzetnik ne mogu koristiti pojam „investicioni fond" niti pojam izveden iz tog pojma u svom poslovnom imenu ili nazivu, odnosno nazivu svog proizvoda ili usluge, osim ako te pojmove koriste na osnovu odredaba ovog zakona.

DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE

Društvo za upravljanje osniva se isključivo kao zatvoreno akcionarsko društvo.

Na društva za upravljanje primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, osim ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Društvo za upravljanje:

1. organizuje i upravlja otvorenim fondom;
2. osniva i upravlja zatvorenim fondom;
3. upravlja privatnim fondom.

Društvo za upravljanje ne može obavljati drugu delatnost osim napred navedenih delatnosti.

Društvo za upravljanje upravlja investicionim fondom donošenjem investicionih odluka i vršenjem administrativnih i marketinških poslova i aktivnosti.

Društvo za upravljanje može poveriti obavljanje administrativnih i marketinških poslova i aktivnosti drugim licima, pri čemu se odgovornost društva za upravljanje ne isključuje.

Društvo za upravljanje može da organizuje, osniva i upravlja sa više investicionih fondova.

Društvo za upravljanje je dužno da se u svom poslovanju pridržava odredaba zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti, pravila sigurnog i dobrog poslovanja, korišćenja i saopštavanja privilegovanih informacija.

Pravo glasa na osnovu akcija koje čine imovinu investicionog fonda ostvaruje društvo za upravljanje koje upravlja investicionim fondom.

Društvo za upravljanje ne može, neposredno ili preko povezanih lica, imati učešće u kapitalu i upravljanju drugim pravnim licima i ne može sticati investicione jedinice, odnosno akcije investicionog fonda kojim upravlja.

Novčani deo osnovnog kapitala društva za upravljanje prilikom osnivanja iznosi najmanje 200.000 (dvesta hiljada) evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate.

Novčani deo osnovnog kapitala uplaćuje se na privremeni račun kod banke u celosti pre upisa društva za upravljanje u registar privrednih subjekata.

Društvo za upravljanje dužno je da u svom poslovanju obezbedi da novčani deo osnovnog kapitala društva uvek bude u visini koja nije manja od dinarske protivvrednosti 200.000 (dvesta hiljada) evra.

U toku poslovanja društva za upravljanje novčani deo osnovnog kapitala se može držati i u hartijama od vrednosti sa rokom dospeća do jedne godine čiji je izdavalac Republika Srbija (u daljem tekstu: Republika) ili Narodna banka Srbije.

Društvo za upravljanje je dužno da angažuje najmanje po jednog portfolio menadžera za svaki investicioni fond kojim upravlja i jednog ovlašćenog internog revizora, zaposlene na neodređeno vreme.

Portfolio menadžer može upravljati samo jednim investicionim fondom.

Društvo za upravljanje je dužno da ispuni minimalne uslove organizacione i tehničke osposobljenosti, koje propisuje Komisija.

Na izdavanje i oduzimanje dozvole za obavljanje poslova portfolio menadžera shodno se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti.

U poslovnom imenu društva za upravljanje moraju biti sadržane reči „društvo za upravljanje investicionim fondom".

Pravno lice koje nije dobilo dozvolu za rad društva za upravljanje, ne može koristiti u pravnom prometu naziv „društvo za upravljanje investicionim fondom" ili drugi sličan naziv.

Lice koje namerava da osnuje društvo za upravljanje dužno je da podnese Komisiji zahtev za izdavanje dozvole za rad društva za upravljanje (u daljem tekstu: dozvola za rad).

Domaća i strana fizička i pravna lica mogu osnovati društvo za upravljanje. Jedno domaće i strano fizičko i pravno lice i sa njim povezana lica ne može imati kvalifikovano učešće u više od jednog društva za upravljanje.

Domaće pravno lice sa većinskim državnim, odnosno društvenim kapitalom ili drugo sa njim povezano lice, ne može biti osnivač društva za upravljanje.

Izuzetno banke i društva za osiguranje sa većinskim državnim, odnosno društvenim kapitalom mogu biti osnivači društva za upravljanje.

Lica koja, prilikom osnivanja ili u toku poslovanja društva za upravljanje, stiču kvalifikovano učešće moraju ispunjavati uslove zakona.

Komisija donosi rešenje o izdavanju dozvole za rad i vodi Registar društava za upravljanje.

Uz zahtev za izdavanje dozvole za rad podnosi se:

1. osnivački akt društva za upravljanje;
2. dokaz o uplati osnovnog kapitala na privremeni račun kod banke;
3. dokaz o poreklu osnivačkog kapitala;
4. pravila poslovanja društva za upravljanje;
5. organizacioni dijagram društva za upravljanje;
6. spisak akcionara po prezimenu, imenu i adresi, odnosno izvod iz registra privrednih subjekata za pravna lica – akcionare društva za upravljanje, odnosno overeni prevod izvoda iz registra za strana pravna lica;
7. dokaz o organizacionoj i tehničkoj osposobljenosti;
8. spisak lica koja će obavljati poslove portfolio menadžera i ovlašćenog internog revizora, sa dokazima o stručnim kvalifikacijama, kao i spisak predloženih članova uprave.

Kada su osnivači društva za upravljanje banke, društva za osiguranje, druge finansijske institucije, odnosno lica kontrolisana od njih podnosilac zahteva dužan je da Komisiji dostavi i izveštaj o bonitetu izdat od strane domaćeg, odnosno stranog organa nadležnog za kontrolu poslovanja banaka, društava za osiguranje i drugih finansijskih institucija.

Komisija izdaje dozvolu za rad kada utvrdi valjanost zahteva i kada proceni da:

1. je poreklo osnovnog kapitala jasno i nesumnjivo na osnovu priloženih dokaza;
2. su dokazi uverljivi;
3. struktura povezanih lica nije takva da onemogućava efikasno vršenje nadzora nad poslovanjem;

4. se na osnovu dobijenih informacija može zaključiti da su lica koja poseduju kvalifikovano učešće podobna i pouzdana.

Komisija donosi rešenje o izdavanju dozvole za rad u roku od 30 dana od dana podnošenja zahteva, pošto utvrdi da su ispunjeni uslovi utvrđeni ovim zakonom i da će biti obezbeđena adekvatna zaštita interesa članova, odnosno akcionara investicionog fonda.

Kada u društvu za upravljanje novo lice namerava da stekne kvalifikovano učešće dužno je da prethodno obavesti Komisiju koja vrši procenu i daje saglasnost.

Na organe društva za upravljanje shodno se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, ukoliko ovim zakonom nije drukčije određeno.

Za direktora i člana uprave društva za upravljanje može biti izabrano lice koje nije pravnosnažno osuđivano za krivična dela protiv radnih odnosa, privrede, imovine, pravosuđa, javnog reda i pravnog saobraćaja, službene dužnosti, mita i korupcije, kao ni za krivična dela i privredne prestupe utvrđene zakonima kojima se uređuje tržište hartija od vrednosti, privatizacija, delataost osiguranja, banaka i drugih finansijskih organizacija.

Direktor i član uprave društva za upravljanje ne može biti lice koje je:

1. član uprave ili zaposleni drugog društva za upravljanje;
2. član uprave ili zaposleni kastodi banke sa kojom je društvo za upravljanje zaključilo ugovor;
3. funkcioner, postavljeno, odnosno imenovano lice ili državni službenik;

Direktor i članovi uprave društva za upravljanje moraju imati visoku školsku spremu, s tim da direktor i najmanje jedna polovina članova uprave moraju imati najmanje tri godine radnog iskustva stečenog u obavljanju poslova u vezi sa hartijama od vrednosti u zemlji ili inostranstvu na poslovima:

1. u brokersko-dilerskom društvu;
2. na berzi hartija od vrednosti, odnosno finansijskih derivata;
3. u banci;
4. u društvu za upravljanje investicionim ili dobrovoljnim penzijskim fondovima;
5. u društvu za osiguranje;
6. u centralnoj banci ili drugom državnom organu ili organizaciji;
7. u pravnom licu koje poslove u vezi sa hartijama od vrednosti obavlja za račun države kao poverene poslove.

Komisija daje saglasnost na izbor predloženih članova uprave i direktora društva za upravljanje.

Komisija donosi rešenje o davanju saglasnosti na izbor predloženih članova uprave i direktora društva za upravljanje na osnovu dokaza da su ispunjeni uslovi i kada proceni da su predloženi članovi uprave i direktor podobni i pouzdani.

Kada odlučuje o davanju saglasnosti. Komisija može, ukoliko je to neophodno, zatražiti od predloženih članova uprave i direktora da lično dođu na intervju.

Komisija povlači saglasnost za izbor direktora, odnosno člana uprave društva za upravljanje kada utvrdi da je:

1. odluka doneta na osnovu neistinitih i netačnih podataka;
2. u međuvremenu prestao da ispunjava uslove;
3. izvršio težu povredu odredaba ovog zakona, pravila poslovnog morala, savesnog poslovanja i pravila o upravljanju rizikom ili na drugi način teže ugrozio interese članova, odnosno akcionara investicionog fonda kojim upravlja to društvo za upravljanje;
4. pravnosnažnim rešenjem oglašen poslovno nesposobnim.

Od dana dostavljanja rešenja kojim mu je povučena saglasnost, direktor, odnosno član uprave ne može vršiti bilo kakvu funkciju u društvu za upravljanje.

Direktor i članovi uprave društva za upravljanje, zaposlena lica društva za upravljanje i povezana lica tog društva dužna su da čuvaju kao poslovnu tajnu i ne mogu davati informacije o:

1. investicionom fondu ili društvu za upravljanje tim fondom koje bi mogle stvoriti pogrešnu predstavu o poslovanju društva, odnosno investicionog fonda;
2. budućim aktivnostima i poslovnim planovima društva za upravljanje, osim u slučajevima predviđenim zakonom;
3. stanju i prometu na računima investicionog fonda i njegovih članova;
4. drugim podacima koji su od značaja za poslovanje investicionog fonda, a koje su saznali u obavljanju poslova društva za upravljanje.

Pravilima poslovanja društva za upravljanje uređuju se:

1. poslovi koje obavlja društvo za upravljanje, uslovi i način njihovog obavljanja;
2. međusobni odnosi društva za upravljanje i članova, odnosno akcionara investicionog fonda;
3. način i uslovi pod kojima članovi uprave i zaposleni u društvu za upravljanje mogu ulagati svoja sredstva u investicione fondove kojima upravlja društvo za upravljanje;
4. administrativne i računovodstvene procedure;
5. kontrolne i sigurnosne mere za obradu podataka i njihovo čuvanje;
6. sistem interne kontrole;
7. procedure za sprečavanje konflikta interesa i mere kojima se sprečava da društvo za upravljanje koristi imovinu investicionog fonda za sopstveni račun;
8. mere za sprečavanje zloupotrebe privilegovanih informacija;
9. druga pitanja od značaja za poslovanje društva za upravljanje.

Društvo za upravljanje je dužno da obaveštava sve članove, odnosno akcionare investicionog fonda o izmenama pravila poslovanja i drugih opštih akata, najkasnije 30 dana pre početka njihove primene.

Društvo za upravljanje je dužno da, u roku od osam dana, Komisiji dostavi izmenjena pravila poslovanja i druge opšte akte.

Društvo za upravljanje je dužno da, u roku od 30 dana od dana prijema rešenja o izdavanju dozvole za rad i rešenja o davanju saglasnosti na odluku o izboru direktora i članova uprave društva za upravljanje, podnese registracionu prijavu u skladu sa zakonom kojim se uređuje registracija privrednih subjekata.

Društvo za upravljanje je dužno da pre podnošenja prijave za upis promenjenog poslovnog imena i sedišta u registar privrednih subjekata obavesti Komisiju o promeni koju vrši.

Vođenje poslovnih knjiga i sastavljanje finansijskih izveštaja društva za upravljanje i investicionog fonda vrši se u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo i revizija i podzakonskim aktima Komisije.

Društvo za upravljanje je dužno da, u poslovnim knjigama i finansijskim izveštajima, odvojeno prikazuje podatke za svaki otvoreni fond kojim upravlja.

Društvo za upravljanje je dužno da, odvojeno od svojih, vodi poslovne knjige i sastavlja finansijske izveštaje za investicioni fond kojim upravlja.

Društvo za upravljanje je dužno da obezbedi eksternu reviziju finansijskih izveštaja.

Društvo za upravljanje je dužno da Komisiji dostavlja:

1. godišnje finansijske izveštaje za društvo i za investicione fondove kojim ono upravlja, sa izveštajem eksternog revizora do 31. marta tekuće godine za prethodnu godinu;
2. polugodišnje finansijske izveštaje za Društvo i za investicione fondove kojim upravlja, sa izveštajem eksternog revizora do 31. avgusta tekuće godine za prvih šest meseci te godine;
3. kvartalne izveštaje za svaki investicioni fond posebno do desetog dana u mesecu za prethodni kvartal koji sadrže podatke o:
   a) hartijama od vrednosti koje čine imovinu investicionog fonda kojima se trgovalo, prema vrsti hartija od vrednosti i izdavaocima,
   b) nepokretnostima koje čine imovinu investicionog fonda kojima se trgovalo, prema vrsti i mestu gde se one nalaze,
   c) stanju novčanih depozita koji čine imovinu investicionog fonda, prema finansijskim organizacijama gde se depoziti nalaze,
   d) datumima transakcija sredstava koja čine imovinu investicionog fonda i cenama po kojima su transakcije izvršene,
   e) brokerskim naknadama, naknadama kastodi banke i drugim troškovima u vezi sa transakcijama,
   f) vrednosti imovine investicionog fonda, broju investicionih jedinica i njihovoj pojedinačnoj vrednosti sa stanjem na dan poslednjeg radnog dana u kvartalu za koji se izveštaj dostavlja, odnosno broju upisanih akcija.

INVESTICIONI FONDOVI

Otvoreni fond ima naziv. Zatvoreni i privatni fond imaju poslovno ime. Naziv i poslovno ime ne mogu biti u suprotnosti sa odabranim investicionim ciljem investicionog fonda.

Naziv otvorenog fonda sadrži oznaku „otvoreni investicioni fond" ili skraćenicu „o.i.f." ili „oif".

Poslovno ime zatvorenog fonda sadrži oznaku „zatvoreni investicioni fond" ili skraćenicu „z.i.f. " ili „zif".

Poslovno ime privatnog fonda sadrži oznaku „privatni investicioni fond" ili skraćenicu „p.i.f. " ili „pif".

Domaća i strana pravna i fizička lica mogu ulagati u investicione fondove, u skladu sa odredbama ovog zakona.

Društvo za upravljanje koje namerava da organizuje otvoreni, odnosno osnuje zatvoreni fond, dužno je da podnese Komisiji zahtev za izdavanje dozvole za organizovanje otvorenog, odnosno osnivanje zatvorenog fonda.

Komisija donosi rešenje po zahtevu u roku od 30 dana od dana podnošenja zahteva.

Uz zahtev za izdavanje dozvole podnosi se:

1. nacrt prospekta i skraćenog prospekta investicionog fonda;
2. nacrt osnivačkog akta zatvorenog fonda;
3. nacrt ugovora sa kastodi bankom;
4. spisak lica koja će obavljati poslove portfolio menadžera investicionog fonda koji se organizuje, odnosno osniva;
5. nacrt ugovora o upravljanju zatvorenim fondom.

Komisija može zahtevati drugu dokumentaciju i obaveštenja od značaja za rad investicionog fonda.

Ako Komisija utvrdi da je zahtev nepotpun ili nepravilan, ostavlja naknadni rok za dopunu ili otklanjanje nepravilnosti koji ne može biti duži od osam dana.

Komisija izdaje dozvolu kada, uzimajući u obzir predložene investicione ciljeve, veličinu i druge bitne karakteristike investicionog fonda, proceni:

1. da visina osnovnog kapitala društva za upravljanje omogućava održivo upravljanje investicionim fondom;
2. da portfolio menadžeri koji će upravljati investicionim fondom poseduju dozvolu izdatu u skladu sa zakonom kojim. se uređuje tržište hartija od vrednosti;
3. da će na adekvatan način biti zaštićeni interesi članova, odnosno akcionara investicionog fonda.

Investicioni fond smatra se organizovanim, odnosno osnovanim danom upisa u Registar investicionih fondova.

Komisija izdaje izvod o upisu u Registar investicionih fondova kada se ispune sledeći uslovi:

1. Komisija izda dozvolu za organizovanje otvorenog, odnosno dozvolu za osnivanje zatvorenog fonda;
2. društvo za upravljanje zaključi ugovor sa kastodi bankom;
3. društvo za upravljanje podnese dokaz o sakupljenim sredstvima u minimalnom iznosu na računu kod kastodi banke;
4. organ, odnosno organizacija nadležna za vođenje privrednih registara izda izvod iz registra za zatvoreni fond.

U skladu sa odabranim investicionim ciljem investicioni fondovi mogu biti:

1. fond rasta vrednosti imovine;
2. fond prihoda;
3. balansirani fond;
4. fond očuvanja vrednosti imovine.

Investiciona politika investicionog fonda sadrži:

1. način sprovođenja investicionog cilja,
2. najveći i najmanji deo sredstava investicionog fonda koji se može ulagati u pojedine hartije od vrednosti i nekretnine;
3. najveći deo sredstava koji se može držati na novčanom računu investicionog fonda;
4. način izmene investicione politike.

Imovina investicionog fonda može se ulagati u:

1. dužničke hartije od vrednosti koje izdaje Narodna banka Srbije, u skladu sa zakonom kojim se uređuje organizacija i nadležnost Narodne banke Srbije;
2. dužničke hartije od vrednosti koje izdaju Republika, jedinice teritorijalne autonomije i lokalne samouprave u Republici i druga pravna lica uz garanciju Republike, u skladu sa zakonom kojim se uređuje javni dug;
3. hartije od vrednosti koje izdaju međunarodne finansijske institucije;
4. dužničke hartije od vrednosti koje izdaju države članice EU, OECD-a, odnosno susedne države, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim zemljama;
5. hipotekarne obveznice koje se izdaju na teritoriji Republike;
6. hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u Republici, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;
7. hartije od vrednosti koje izdaju strana pravna lica, kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;
8. hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u državama članicama EU, OECD-a, odnosno susednim državama, kojima se trguje na organizovanim tržištima u tim zemljama;

9. depozitne potvrde koje izdaju ovlašćene banke sa sedištem u Republici ili u državama članicama EU, odnosno OECD-a na osnovu deponovanih hartija od vrednosti;
10. novčane depozite u bankama sa sedištem u Republici osnovanim u skladu sa zakonom kojim se uređuje poslovanje banaka i drugih finansijskih organizacija;
11. novčane depozite u bankama u državama članicama EU, odnosno OECD-a;
12. finansijske derivate kojima se trguje na organizovanom tržištu u Republici;
13. finansijske derivate kojima se trguje na organizovanom tržištu u državama članicama EU, odnosno OECD-a;
14. akcije zatvorenih fondova sa sedištem u Republici;
15. akcije investicionih fondova sa sedištem u državama članicama EU, odnosno OECD-a, ukoliko se njihovim akcijama trguje na organizovanom tržištu;
16. akcije akcionarskih društava registrovanih u Republici kojima se ne trguje na organizovanom tržištu;
17. udele ortačkih, komanditnih i društava sa ograničenom odgovornošću registrovanih u Republici;
18. nepokretnosti koje se nalaze na teritoriji Republike.

Komisija može propisati dodatne kriterijume za ulaganje imovine investicionog fonda u hartije od vrednosti u inostranstvu.

Ulaganje u finansijske derivate dozvoljeno je isključivo radi smanjenja investicionog rizika i samo ukoliko investicioni fond ima dovoljno imovine da namiri obaveze koje iz finansijskog derivata mogu proisteći.

Osnov ugovora o finansijskom derivatu mogu biti:

1. hartije od vrednosti;
2. berzanski indeksi formirani od hartija od vrednosti na berzi sa sedištem u Republici ili u državama članicama EU, odnosno OECD-a;
3. strane valute i valutni kursevi;
4. kamatne stope.

Na ulaganja imovine primenjuju se sledeća ograničenja:

1. do 10% imovine investicionog fonda može se ulagati u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate jednog izdavaoca ili ukupno u hartije od vrednosti, odnosno finansijske derivate dva ili više izdavalaca koji su povezana lica;
2. do 20% imovine investicionog fonda može se ulagati u novčane depozite u jednoj banci ili ukupno u novčane depozite u dve ili više banaka koje su povezana lica;
3. imovina investicionog fonda ne može se ulagati u pokretne stvari.

U jednu vrstu hartija od vrednosti koje izdaje Republika, Narodna banka Srbije, odnosno drugo pravno lice uz garanciju Republike, može se ulagati do 35% imovine investicionog fonda.

Imovina investicionog fonda ne može se ulagati u hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente koje izdaje:

1. društvo za upravljanje;
2. banka koja obavlja kastodi usluge za investicioni fond;
3. brokersko-dilersko društvo, odnosno ovlašćena banka koja za drušrvo za upravljanje obavlja poslove posredovanja u trgovanju hartijama od vrednosti;
4. akcionar društva za upravljanje;
5. povezano lice.

Imovina investicionog fonda mora se ulagati u skladu sa ograničenjima ulaganja predviđenih ovim zakonom i prospektom investicionog fonda.

Imovina investicionog fonda se drži odvojeno od imovine društva za upravljanje i imovine kastodi banke.

Imovina investicionog fonda ne može biti predmet zaloge, ne može se uključiti u likvidacionu ili stečajnu masu društva za upravljanje niti kastodi banke niti može biti predmet prinudne naplate u cilju namirivanja potraživanja prema društvu za upravljanje, investicionom fondu i kastodi banci.

Društvo za upravljanje i sa njim povezana lica ne mogu zaključivati ugovore sa investicionim fondom kojim upravlja to društvo, osim ugovora o upravljanju.

Vrednost imovine investicionog fonda čini zbir vrednosti hartija od vrednosti iz portfolija fonda, nekretnina u vlasništvu fonda, depozita novčanih sredstava fonda kod banaka i druge imovine.

Vrednost imovine investicionog fonda se obračunava prema tržišnoj vrednosti.

Neto vrednost imovine investicionog fonda predstavlja vrednost imovine umanjenu za iznos obaveza.

Neto vrednost imovine investicionog fonda obračunava društvo za upravljanje i dostavlja ga kastodi banci kod koje se vodi račun investicionog fonda.

Kastodi banka vrši kontrolu i potvrđivanje obračunate neto vrednosti imovine investicionog fonda.

Društvo za upravljanje je dužno da objavljuje prinos investicionog fonda dva puta godišnje, zaključno na dan 30. juna, odnosno 31. decembra tekuće godine.

Prinos se izračunava za poslednjih 12 meseci do dana objavljivanja, odnosno kumulativno za period od pet godina i od početka poslovanja.

Prinos se izračunava kao neto prinos, odnosno nakon odbitka naknada i troškova.

Izuzetno od stava 1. ovog člana, prinos od ulaganja tokom cele prve godine poslovanja se ne objavljuje.

Prinos se objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili investicionog fonda.

Komisija propisuje način izračunavanja prinosa investicionog fonda, uključujući načela zaokruživanja vrednosti.

Investicioni fond ima prospekt i skraćeni prospekt.

Skraćeni prospekt se isključivo koristi radi oglašavanja investicionog fonda i mora odgovarati sadržini prospekta.

Prospekt mora sadržati sve informacije na osnovu kojih potencijalni investitori mogu steći jasnu predstavu o investicionom fondu i doneti najpovoljniju odluku o ulaganju.

Prilikom pristupanja investicionom fondu, lice koje pristupa potpisuje izjavu kojom potvrđuje da u potpunosti razume prospekt, kao i vrste i način napiaćivanja naknada.

Prospekt investicionog fonda sadrži:

1. podatke o investicionom fondu;
2. podatke o društvu za upravljanje;
3. poslovno ime i sedište kastodi banke;
4. podatke o naknadama i troškovima koji padaju na teret investicionog fonda;
5. datum izdavanja prospekta.

Podaci o investicionom fondu su:

1. naziv investicionog fonda;
2. vrsta investicionog fonda;
3. datum organizovanja, odnosno osnivanja investicionog fonda i rok na koji se organizuje, odnosno osniva, ukoliko se organizuje, odnosno osniva na određeno vreme;
4. vreme i mesto gde se može izvršiti uvid u finansijske izveštaje investicionog fonda;
5. poreski tretman investicionog fonda, odnosno članova i akcionara investicionog fonda - poreske stope i osnovice i način njihovog obračunavanja;
6. opis odabranog investicionog cilja, investiciona politika i glavni rizici u vezi sa njom, odnosno kategorija zatvorenog fonda;
7. kriterijumi za obrazovanje i diversifikaciju portfolija hartija od vrednosti;
8. trenutna struktura imovine investicionog fonda, i to:
   - procentualno učešće hartija od vrednosti prema vrsti hartija od vrednosti, nazivu i sedištu izdavaoca i nazivu i sedištu organizovanog tržišta na kome se trguje tim hartijama, kada takve hartije od vrednosti čine više od 1% ukupne vrednosti imovine investicionog fonda,
   - procentualno učešće novčanih depozita prema nazivu i sedištu banke kod koje su deponovana novčana sredstva, kada depoziti u toj banci čine više od 1% ukupne vrednosti imovine investicionog fonda,

Naknada za otkup investicionih jedinica iznosi najviše 1% vrednosti investicionih jedinica koje se otkupljuju.

Iz imovine otvorenog fonda mogu se naplaćivati:

1. naknada društvu za upravljanje za upravljanje imovinom fonda;
2. troškovi kupovine i prodaje hartija od vrednosti;
3. troškovi kastodi banke;
4. troškovi eksterne revizije.

Utvrđivanje neto vrednosti imovine otvorenog fonda po investicionoj jedinici se vrši svakog radnog dana i objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i internet stranici društva za upravljanje ili otvorenog fonda.

Sticalac investicione jedinice ima sledeća prava:

1. pravo na srazmerni deo prihoda;
2. pravo na otkup;
3. pravo na srazmerni deo imovine otvorenog fonda u slučaju raspuštanja;
4. druga prava, u skladu sa ovim zakonom.

Investicione jedinice otvorenog fonda daju ista prava članovima fonda.

Investicione jedinice se ne mogu slobodno prenositi, osim po osnovu nasleđivanja i ugovora o poklonu.

Društvo za upravljanje vodi registar investicionih jedinica i evidentira svaku kupovinu i otkup investicionih jedinica.

Sticanje investicionih jedinica može se vršiti isključivo kupovinom u novcu.

Cena investicione jedinice sastoji se od neto vrednosti imovine otvorenog fonda po investicionoj jedinici na dan uplate, uvećane za naknadu za kupovinu ukoliko je društvo za upravljanje naplaćuje u skladu sa pravilnikom o tarifi.

Prilikom sticanja investicionih jedinica član otvorenog fonda ne može steći više od 10% neto vrednosti imovine otvorenog fonda.

Prilikom sticanja investicionih jedinica društvo za upravljanje, odnosno posrednici izdaju potvrdu članu otvorenog fonda.

Otvoreni fond je dužan da otkupi investicione jedinice na način predviđen prospektom, a najkasnije u roku od pet dana od dana podnošenja zahteva člana fonda za otkup investicionih jedinica.

Otkupna cena investicione jedinice sastoji se od neto vrednosti imovine otvorenog fonda po investicionoj jedinici na dan podnošenja zahteva umanjene za naknadu za otkup ukoliko je društvo za upravljanje naplaćuje u skladu sa pravilnikom o tarifi.

Društvo za upravljanje može naložiti kastodi banci da privremeno obustavi kupovinu i otkup investicionih jedinica otvorenog fonda radi zaštite interesa članova fonda kada usled vanrednih okolnosti dođe do nemogućnosti izračunavanja neto vrednosti imovine fonda, odnosno kada zahtevi za otkup investicionih jedinica u jednom danu iznose više od 10% vrednosti imovine fonda.

Kastodi banka obustavlja kupovinu i otkup investicionih jedinica i o tome odmah obaveštava Komisiju.

Komisija može zahtevati od društva za upravljanje da dostavi dokumentaciju i informacije neophodne za procenu opravdanosti odluke o obustavljanju.

Ukoliko proceni da obustavljanje kupovine i otkupa investicionih jedinica otvorenog fonda ugrožava interese članova fonda, Komisija nalaže kastodi banci prestanak privremene obustave kupovine i otkupa investicionih jedinica i o tome obaveštava društvo za upravljanje.

Društvo za upravljanje može, u svoje ime a za račun otvorenog fonda, uzeti kredit čiji je iznos do 10% vrednosti imovine fonda sa rokom otplate do 90 dana, isključivo radi održavanja potrebnog nivoa likvidnosti fonda.

Uzimanje kredita iz inostranstva za račun investicionog fonda vrši se u skladu sa zakonom kojim se uređuju kreditni poslovi sa inostranstvom.

Društvo za upravljanje ugovorom u pisanoj formi može preneti pravo upravljanja otvorenim fondom na drugo društvo za upravljanje, uz prethodnu saglasnost Komisije.

Društvo za upravljanje kome je preneto pravo upravljanja preuzima sva prava i obaveze koje ima društvo za upravljanje koje vrši prenos.

Spajanje otvorenih fondova se može vršiti spajanjem uz pripajanje i spajanjem uz organizovanje.

Spajanjem uz pripajanje jedan otvoreni fond prestaje da postoji bez raspuštanja prenoseći drugom otvorenom fondu celu svoju imovinu i obaveze u zamenu za izdavanje investicionih jedinica članovima otvorenog fonda prestalog spajanjem od strane otvorenog fonda kojem se pripaja.

Spajanjem uz organizovanje dva ili više otvorenih fondova prestaju da postoje bez raspuštanja prenoseći celu svoju imovinu i obaveze na novi otvoreni fond u zamenu za izdavanje ihvesticionih jedinica članovima prestalih otvorenih fondova od strane novog otvorenog fonda.

Komisija daje saglasnost za spajanje otvorenih fondova.

Društvo za upravljanje vodi evidenciju za svakog člana otvorenog fonda o broju investicionih jedinica u njegovom vlasništvu.

Društvo za upravljanje dostavlja svakom članu otvorenog fonda zajedno sa izveštajima obaveštenje koje sadrži:

1. broj investicionih jedinica u vlasništvu člana i njihovu pojedinačnu vrednost;
2. ukupne iznose naknada sa datumima naplaćivanja u periodu za koji se podnosi izveštaj.

Društvo za upravljanje je dužno da, na zahtev člana otvorenog fonda, dostavi obaveštenje u roku od osam dana od dana podnošenja zahteva.

Otvoreni fond ostvaruje prihode od kamata, dividendi i ostvarenih kapitalnih dobitaka.

Društvo za upravljanje mora naznačiti u prospektu otvorenog fonda način raspodele prihoda.

Raspodela prihoda može se vršiti samo u gotovom novcu.

Članovi otvorenog fonda nemaju pravo da zahtevaju raspuštanje fonda.

Otvoreni fond se raspušta oduzimanjem dozvole za rad društvu za upravljanje, ukoliko se u roku od tri meseca ne izabere novo društvo za upravljanje.

Otvoreni fond se raspušta i istekom roka kada je fond organizovan na određeno vreme.

Naplata naknada i drugih troškova u vezi sa raspuštanjem fonda i otkupom investicionih jedinica vrši se na teret društva za upravljanje kada se fond raspušta usled oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje, a kad to nije moguće - na teret otvorenog fonda.

Društvo za upravljanje prestaje da upravlja otvorenim fondom ako Komisija rešenjem oduzme dozvolu za rad tom društvu.

U slučaju iz stava 1. ovog člana, kastodi banka sa kojom društvo za upravljanje ima zaključen ugovor, do izbora novog društva za upravljanje a najduže tri meseca, obavlja samo neodložne poslove u vezi sa upravljanjem otvorenim fondom.

Prilikom oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje, Komisija odmah raspisuje javni poziv za izbor novog društva za upravljanje i donosi odluku o izboru u roku od dva meseca.

Kastodi banka posle prijema odluke o raspuštanju otvorenog fonda obaveštava o tome javnost i članove fonda objavljivanjem oglasa u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na svojoj internet stranici, unovčava imovinu fonda i vrši isplate članovima fonda najkasnije u roku od šest meseci od donošenja odluke o raspuštanju fonda.

Kastodi banka unovčava imovinu otvorenog fonda u najboljem interesu članova fonda.

Kastodi banka podnosi Komisiji izveštaj o raspuštanju otvorenog fonda na osnovu koga Komisija vrši brisanje fonda iz Registra investicionih fondova.

Kastodi banka najmanje pet godina od raspuštanja otvorenog fonda čuva poslovne knjige i dokumentaciju otvorenog fonda, u skladu sa propisima kojima se uređuje arhivska građa.

Kada je otvoreni fond osnovan na određeno vreme, istekom roka na koji je fond osnovan društvo za upravljanje sprovodi raspuštanje, unovčavanjem imovine i isplatom članovima fonda, u skladu sa prospektom fonda.

Društvo za upravljanje, u roku od šest meseci od dana kada otvoreni fond prestaje sa radom, podnosi Komisiji izveštaj o raspuštanju fonda.

Zatvoreni investicioni fond

Zatvoreni fond je pravno lice organizovano kao otvoreno akcionarsko društvo.

Zatvoreni fond prikuplja novčana sredstva prodajom akcija putem javne ponude.

Društvo za upravljanje osniva i upravlja zatvorenim fondom.

Društvo za upravljanje ima pravo na podmirenje troškova osnivanja iz imovine zatvorenog fonda do iznosa 2% vrednosti osnovnog kapitala pri osnivanju zatvorenog fonda.

Na zatvorene fondove primenjuju se odredbe zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti i odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva, ako ovim zakonom nije drukčije određeno.

Utvrđivanje neto vrednosti imovine zatvorenog fonda po akciji vrši se najmanje jedanput mesečno i objavljuje u najmanje jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili zatvorenog fonda.

Imovina zatvorenog fonda može se ulagati u imovinu propisanu članom 29. stav 1. ovog zakona.

Zatvoreni fond ne može sticati više od 20% vlasničkog učešća, odnosno akcija sa pravom glasa jednog izdavaoca, odnosno dva ili više izdavaoca koji su povezana lica.

Izuzetno, ne odnosi se na ulaganja u imovinu.

Komisija utvrđuje kategorizaciju zatvorenih fondova, kao i bliže uslove poslovanja za pojedine kategorije zatvorenih fondova.

Ulaganja u nepokretnosti mogu biti ulaganja u zemljište, zgrade (poslovne, stambene, stambeno-poslovne, ekonomske i dr.) i posebne delove zgrada (stanovi, poslovne prostorije i dr.), koji su upisani u javnim knjigama o evidenciji nepokretnosti i pravima na njima, čiji prenos svojine nije ograničen i na kojima nije zasnovano pravo zaloge, pravo plodouživanja, pravo upotrebe, pravo stanovanja ili pravo stvarnog tereta.

U jednu nepokretnost može se uložiti najviše do 20% imovine zatvorenog fonda.

Imovina zatvorenog fonda koja se sastoji od nepokretnosti upisuje se u knjige iz stava 1. ovog člana kao svojina fonda, uz navođenje naziva društva za upravljanje i evidentira se u kastodi banci.

Vrednost nepokretnosti u koje se ulaže imovina zatvorenog fonda obavezno procenjuje ovlašćeni procenjivač. Nepokretnosti moraju biti osigurane od svih rizika.

Akcionari zatvorenog fonda nemaju pravo preče kupovine pri prodaji nepokretnosti.

Zatvoreni fond se može zaduživati bez ograničenja, s tim što se zaduživanje u inostranstvu vrši u skladu sa zakonom kojim se uređuju kreditni poslovi sa inostranstvom.

Osnovni kapital zatvorenog fonda može biti samo u novcu.

Osnovni kapital zatvorenog fonda ne može biti manji od 200.000 (dvestahiljada) evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate.

- procentualno učešće nepokretnosti prema vrsti i mestu gde se nepokretnost nalazi;

9. neto prinos investicionog fonda;
10. podaci o visini naknada i troškova:
    - naknade za upravljanje društvu za upravljanje za prethodnu godinu, izraženu kao procenat vrednosti imovine investicionog fonda,
    - iznos troškova kupovine i prodaje hartija od vrednosti, troškova kastodi banke i eksterne revizije na teret imovine investicionog fonda za prethodnu godinu, izraženu kao procenat vrednosti imovine investicionog fonda,
    - pokazatelj ukupnih troškova koji se izračunava tako što se ukupan iznos naknade za upravljanje i troškova na teret imovine investicionog fonda podeli sa vrednošću imovine investicionog fonda;
11. vreme i mesto gde se investicione jedinice mogu kupovati i otkupljivati i način obračuna cene prilikom otkupa, odnosno broj i način upisa akcija zatvorenog fonda;
12. vreme i način raspodele prihoda, odnosno dobiti, ukoliko se raspodeljuju;
13. vreme i mesto gde se objavljuju podaci o vrednosti investicionih jedinica i način obračuna, odnosno neto vrednost imovine po akciji zatvorenog fonda i njena tržišna cena;
14. način obaveštavanja članova, odnosno akcionara investicionog fonda o promenama investicione politike;
15. način obaveštavanja članova investicionog fonda o promenama pravilnika o tarifi;
16. osnovi za raspuštanje investicionog fonda i pojedinosti o raspuštanju, naročito u vezi sa pravima članova, odnosno akcionara investicionog fonda.

Podaci o društvu za upravljanje su:

1. poslovno ime, sedište i registracioni broj društva za upravljanje;
2. ime i ovlašćenja direktora i članova uprave društva za upravljanje;
3. imena i adrese akcionara koji poseduju kvalifikovano učešće;
4. visina osnovnog kapitala društva za upravljanje;
5. spisak i vrsta svih investicionih fondova, ukoliko društvo za upravljanje upravlja sa više investicionih fondova;
6. poslovno ime i sedište preduzeća za reviziju koje vrši eks-temu reviziju finansijskih izveštaja društva za upravljanje i investicionog fonda;
7. vreme i mesto gde se može izvršiti uvid u opšte akte i finansijske izveštaje društva za upravljanje.

Tekst prospekta i skraćenog prospekta ne sme sadržati netačne podatke, odnosno podatke koji mogu stvoriti pogrešnu predstavu u pogledu vrednosti imovine investicionog fonda, vrednosti investicionih jedinica i drugih činjenica vezanih za poslovanje investicionog fonda.

Kada nastupe značajnije promene usled kojih podaci u prospektu i skraćenom prospektu ne odgovaraju stvarnom stanju, društvo za upravljanje je dužno da, u

roku od tri dana od dana nastanka takvih okolnosti, dostavi Komisiji, radi davanja odobrenja, izmenjeni prospekt investicionog fonda.

Radi pozivanja na pristupanje investicionom fondu, isključivo društvo za upravljanje može javno oglašavati investicioni fond kojim upravlja, putem objavljivanja oglasa, javnih poziva i reklamnih materijala ili na drugi način.

Tekst oglasa, odnosno poziva ne sme sadržati netačne informacije, odnosno informacije koje mogu stvoriti pogrešnu predstavu o uslovima ulaganja i poslovanju investicionog fonda.

Pri upoređivanju sa ostalim investicionim fondovima, društvo za upravljanje mora da pruži jasnu sliku o investicionom fondu koji oglašava i ostalim investicionim fondovima.

Društvo za upravljanje može neposredno ili preko posrednika pružati prodajne usluge.

Prodajnim uslugama smatra se pružanje informacija o modalitetima i načinu ulaganja u investicioni fond, podela prospekta i posredovanje pri kupovini, odnosno prodaji investicionih jedinica.

Posrednici mogu biti banke i brokersko-dilerska društva.

Za postupke i štetu koju prilikom pružanja prodajnih usluga pričine posrednici, pored njih odgovara i društvo za upravljanje.

Otvoreni investicioni fond

Otvoreni fond funkcioniše na principu prikupljanja novčanih sredstava putem izdavanja investicionih jedinica i otkupa investicionih jedinica na zahtev člana fonda.

Otvoreni fond nema svojstvo pravnog lica.

Minimalna novčana sredstva za otpočinjanje poslovanja otvorenog fonda ne mogu biti manja od 200.000 (dvestahiljada) evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate i moraju se uplatiti na račun kod kastodi banke u roku od tri meseca od dana upućivanja javnog poziva za kupovinu investicionih jedinica.

U slučaju da se ne prikupe novčana sredstva u iznosu i u roku, kastodi banka je dužna da u roku od osam dana izvrši povraćaj prikupljenih sredstva.

Imovina otvorenog fonda je u svojini članova fonda.

Imovina otvorenog fonda može se ulagati isključivo u imovinu.

Otvoreni fond ne može sticati više od 20% vlasničkog učešća, odnosno akcija sa pravom glasa jednog izdavaoca.

Imovinom otvorenog fonda ne mogu se zauzimati kratke pozicije.

Društvo za upravljanje donosi pravilnik o tarifi za svaki otvoreni fond posebno i naplaćuje naknade u skladu sa njim.

Društvo za upravljanje može naplaćivati naknadu za kupovinu i naknadu za otkup investicionih jedinica od članova otvorenog fonda.

Osnovni kapital zatvorenog fonda uplaćuje se u celosti na račun kod kastodi banke, pre upisa tog fonda u Registar investicionih fondova.

Organi zatvorenog fonda su skupština i nadzorni odbor. Upravljanje zatvorenim fondom vrši društvo za upravljanje.

Na sazivanje, održavanje i donošenje odluka skupštine akcionara zatvorenog fonda shodno se primenjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva.

Ovlašćenja upravnog odbora u vezi sa sazivanjem i održavanjem skupštine akcionara obavlja društvo za upravljanje.

Skupština zatvorenog fonda donosi odluku o zaključenju i raskidu ugovora o upravljanju u skladu sa ovim zakonom, odobrava raspodelu dobiti, novu emisiju akcija i bira članove nadzornog odbora fonda.

Nadzorni odbor zatvorenog fonda nadgleda sprovođenje obaveza društva za upravljanje u pogledu ostvarenja investicionih ciljeva, investicione politike, kao i poštovanje ograničenja ulaganja. U vršenju svoje funkcije, članovi nadzornog odbora mogu vršiti pregled poslovnih knjiga i dokumentacije i zahtevati pojašnjenja od društva za upravljanje.

U slučaju da se otkriju propusti u sprovođenju investicione politike, kao i u poštovanju ograničenja ulaganja, nadzorni odbor zatvorenog fonda zahteva od društva za upravljanje da odmah otkloni propuste i o tome obaveštava Komisiju i akcionare fonda.

Nadzorni odbor zatvorenog fonda donosi odluku o izboru i zaključuje ugovor sa preduzećem za reviziju.

Nadzorni odbor zatvorenog fonda može sazvati skupštinu akcionara zatvorenog fonda odlukom donetom dvotrećinskom većinom svih članova.

Član nadzornog odbora zatvorenog fonda ne može biti zaposleno lice ili lice koje je član uprave društva za upravljanje, kastodi banke, kao ni lica koja su članovi dva ili više organa drugih pravnih lica ili sa njima povezanim licima.

Akcije zatvorenog fonda glase na ime, nedeljive su i neograničeno prenosive.

Društvo za upravljanje je dužno da uvrsti akcije zatvorenog fonda na organizovano tržište, u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti, u roku od 30 dana od dana upisa u Registar investicionih fondova.

Zatvoreni fond je dužan da svaku narednu emisiju akcija javno nudi.

Zatvoreni fond može sticati sopstvene akcije samo uz prethodnu saglasnost Komisije i ako o tome dostavi obaveštenje javnosti u pisanoj formi objavljeno najmanje 15 dana unapred u jednom dnevnom listu koji se distribuira na celoj teritoriji Republike sa tiražom od najmanje 100.000 primeraka, kao i na internet stranici društva za upravljanje ili zatvorenog fonda.

Javni poziv za upis akcija zatvorenog fonda ne može se uputiti pre izdavanja dozvole za osnivanje tog fonda.

Javni poziv za upis akcija zatvorenog fonda vrši se u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti.

Uz dokumentaciju koja se podnosi Komisiji za odobrenje distribucije akcija podnosi se i prospekt zatvorenog fonda.

Upis i uplata akcija vrši se kod kastodi banke.

Društvo za upravljanje upravlja zatvorenim fondom na osnovu ugovora o upravljanju.

Ugovor o upravljanju u ime zatvorenog fonda zaključuje nadzorni odbor fonda.

Ugovor o upravljanju obavezno sadrži:

1. obaveze društva za upravljanje;
2. vrste, iznos i način obračuna naknada za obavljene usluge;
3. vrste troškova koji će se naplaćivati iz imovine fonda, uključujući i administrativne troškove za poslovanje organa zatvorenog fonda;
4. odredbe da li i pod kojim uslovima društvo za .upravljanje poverava obavljanje administrativnih i marketinških poslova i aktivnosti drugim licima;
5. osnove za raskid ugovora, kao i prava i obaveze društva za upravljanje i zatvorenog fonda u slučaju raskida ugovora;
6. dužinu otkaznog roka u slučaju raskida ugovora.

Zatvoreni fond i društvo za upravljanje mogu sporazumno raskinuti ugovor o upravljanju zatvorenim fondom.

Sporazumni raskid ugovora iz stava 1. ovog člana proizvodi pravno dejstvo od dana kada Komisija odobri ugovor o upravljanju sa novim društvom za upravljanje.

Zatvoreni fond može da raskine ugovor o upravljanju van osnova predviđenih ugovorom o upravljanju. Odluku o raskidu i zaključenju novog ugovora o upravljanju zatvorenim investicionim fondom donosi skupština tog fonda dvotrećinskom većinom glasova prisutnih akcionara.

Ugovor o upravljanju se raskida, po sili zakona, od dana oduzimanja dozvole za rad društvu za upravljanje.

Društvo za upravljanje je dužno da u roku od osam dana od raskida ugovora o upravljanju prenese sve aktivnosti u vezi sa upravljanjem imovinom zatvorenog fonda na kastodi banku.

U slučaju iz stava 1. ovog člana, kastodi banka, privremeno, a najduže tri meseca, obavlja samo neodložne poslove u vezi sa upravljanjem zatvorenim fondom prethodno konsultujući nadzorni odbor zatvorenog fonda.

Prilikom raskida ugovora o upravljanju nadzorni odbor u najkraćem roku obaveštava o tome akcionare fonda i raspisuje javni poziv za prikupljanje ponuda društava za upravljanje radi upravljanja zatvorenim fondom i predlaže skupštini fonda najpovoljniju ponudu.

Skupština zatvorenog fonda, na predlog nadzornog odbora, donosi odluku o zaključenju ugovora o upravljanju sa novim društvom za upravljanje u roku od tri meseca od dana raskida ugovora. Novo društvo za upravljanje odmah podnosi zahtev Komisiji za odobrenje ugovora o upravljanju.

Na prestanak zatvorenih investicionih fondova shodno se pri-menjuju odredbe zakona kojim se uređuju privredna društva koje se odnose na prestanak akcionarskih društava.

Društvo za upravljanje najmanje jedanput mesečno podnosi izveštaje nadzornom odboru zatvorenog fonda o kupljenim i prodatim hartijama od vrednosti i imovini, kao i o rezultatima poslovanja fonda.

Na zahtev nadzornog odbora zatvorenog fonda društvo za upravljanje podnosi i posebne dodatne izveštaje.

Društvo za upravljanje dostavlja polugodišnje i godišnje finansijske izveštaje svim akcionarima zatvorenog fonda sa izveštajem eksterne revizije.

Društvo za upravljanje predlaže skupštini zatvorenog fonda način raspodele dobiti fonda.

Nakon sastavljanja finansijskih izveštaja, dobijenog izveštaja eksterne revizije i odluke skupštine zatvorenog fonda, društvo za upravljanje izdaje kastodi banci nalog za raspodelu dobiti akcionarima fonda.

Privatni investicioni fond

Privatni investicioni fond je pravno lice organizovano kao društvo sa ograničenom odgovornošću, u skladu sa zakonom kojim se uređuju privredna društva.

Minimalni novčani ulog člana privatnog fonda ne može biti manji od 50.000 evra u dinarskoj protivvrednosti po srednjem kursu Narodne banke Srbije na dan uplate.

Privatni fondovi ne podležu opštim odredbama o investicionim fondovima koje se tiču izdavanja dozvole za investicioni fond, ulaganja imovine fonda, ograničenja ulaganja imovine fonda, ograničenja raspolaganja imovinom fonda, utvrđivanja prinosa investicionog fonda, izdavanja prospekta, marketinga, posrednika.

Na privatae fondove ne primenjuju se odredbe ovog zakona kojima je regulisano obavljanje kastodi usluga i vođenje računa kod kastodi banke, kao i redovno izveštavanje Komisije i investitora, osim dostavljanja godišnjeg finansijskog izveštaja.

Privatni fond se može zaduživati bez ograničenja, u skladu sa svojim pravilima poslovanja.

Upravljanje privatnim investicionim fondom isključivo obavlja društvo za upravljanje, u skladu sa ugovorom o upravljanju zaključenim sa privatnim fondom.

Obavezni opšti akt privatnog fonda su pravila poslovanja. Pravila poslovanja privatnog fonda sadrže:

1. opis investicionih ciljeva, investicionu politiku i glavne rizike u vezi sa njom;
2. vrednost udela;

3. pravila o prenosu udela;
4. iznos minimalnog novčanog uloga po članu;
5. način utvrđivanja neto vrednosti imovine fonda;
6. odredbe o izveštavanju članova fonda;
7. rok na koji se fond osniva, ukoliko se osniva na određeno vreme;
8. postupak raspuštanja fonda;
9. druga pitanja od značaja za poslovanje fonda.

Pravila poslovanja moraju biti dostupna zainteresovanim investitorima.

KASTODI BANKA

Društvo za upravljanje je dužno da, u roku od osam dana od dana dobijanja dozvole za organizovanje otvorenog, odnosno osnivanja zatvorenog fonda, zaključi sa kastodi bankom ugovor o obavljanju kastodi usluga za svaki investicioni fond posebno.

Ugovorom kastodi banka se obavezuje da će obavljati poslove, a društvo za upravljanje se obavezuje da plaća naknadu kastodi banci.

Kastodi usluge za jedan investicioni fond obavlja isključivo jedna kastodi banka.

Društvo za upravljanje dostavlja Komisiji kopiju zaključenog ugovora, kao i naknadne izmene ugovora.

Kastodi banka obavlja sledeće kastodi usluge:

1. otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu otvorenog fonda kod Centralnog registra, depoa i kliringa hartija od vrednosti (u daljem tekstu: Centralni registar), u svoje ime, a za račun članova otvorenog fonda (zbirni kastodi račun);
2. otvara i vodi račune hartija od vrednosti koje čine imovinu zatvorenog fonda kod Centralnog registra, u ime i za račun zatvorenog fonda;
3. otvara novčani račun investicionog fonda, vrši prikupljanje uplata investicionih jedinica, vrši prenos novčanih sredstava prilikom ulaganja imovine i vrši otkup investicionih jedinica;
4. obaveštava društvo za upravljanje o neophodnim korporativnim aktivnostima u vezi sa imovinom investicionog fonda;
5. izvršava naloge društva za upravljanje za kupovinu i prodaju imovine investicionog fonda, ukoliko nisu u suprotnosti sa zakonom i prospektom fonda;

6. kontroliše i potvrđuje obračunatu neto vrednost imovine otvorenog i zatvorenog fonda, vrednost investicione jedinice, odnosno neto vrednost imovine po akciji;
7. kontroliše obračun prinosa otvorenog fonda;
8. obaveštava Komisiju o uočenim nepravilnostima u poslovanju društva za upravljanje odmah nakon što uoči takve nepravilnosti;
9. obaveštava društvo za upravljanje o izvršenim nalozima i drugim preduzetim aktivnostima u vezi sa imovinom investicionog fonda;
10. podnosi, u ime investicionog fonda, Komisiji i drugim nadležnim organima prigovor protiv društva za upravljanje za štetu nastalu nečinjenjem ili neadekvamim upravljanjem fondom.

Kastodi banka može obavljati poslove za više investicionih fondova.

Kastodi banka ne može biti povezano lice sa društvom za upravljanje.

Kastodi banka se stara da se prodaja, izdavanje i otkup investicionih jedinica vrši u skladu sa zakonom, pravilima poslovanja i investicionom politikom investicionog fonda.

Strana koja namerava da raskine ugovor iz člana 76. stav 1. ovog zakona, dužna je da, tri meseca pre raskida ugovora, o tome obavesti dragu ugovornu stranu.

Ugovor koji se raskida smatra se raskinutim od momenta zaključenja ugovora sa novom kastodi bankom, a nakon isteka roka.

Kastodi banka obaveštava Komisiju o raskidu ugovora i razlozima za raskid.

U slučaju oduzimanja dozvole za rad ili dozvole za obavljanje delatnosti kastodi banke ili pokretanja stečajnog postupka nad kastodi bankom, Društvo za upravljanje je dužno da odmah raskine ugovor o obavljanju kastodi usluga, zaključi ugovor sa novom kastodi bankom i o tome obavesti Komisiju.

Kastodi banka kojoj je oduzeta dozvola za obavljanje delatnosti kastodi banke, dozvole za rad ili nad kojom je pokrenut stečajni postupak je dužna da odmah prenese sredstva investicionog fonda na kastodi banku sa kojom je Društvo za upravljanje zaključilo ugovor.

Šire o ovom problemu u delu u kojem razmatramo ocenu boniteta firme.