

ОСНОВЕ ТРЖИШТА КАПИТАЛА И ПЕРСПЕКТИВЕ РАЗВОЈА ТРЖИШТА КАПИТАЛА КОД НАС

РЕЗИМЕ

У раду се указује на основе тржишних капиталних, иако ипак се у најкраћем елаборирају: (1) појам, карактеристике и економска улога тржишних капиталних, (2) организација рада, учесници и инструменти тржишних капиталних, (3) улога и значај тржишних капиталних из угла финансирања и развоја реалног сектора и (4) досађујући ниво и перспективе развоја тржишних капиталних у транзиционим економијама и посебно у Републици Српској.

1. ПОЈАМ, КАРАКТЕРИСТИКЕ И ЕКОНОМСКА УЛОГА ТРЖИШТА КАПИТАЛА

Тржиште капитала је део финансијског тржишта на коме се новчана средства нуде и траже на дуги рок, односно на рок дужи од једне године. Стога су инструменти тржишта капитала тзв. дугорочни финансијски инструменти чији је основни рок доспећа преко једне године. Новчана средства прибављена продајом тих финансијских инструмената на тржишту капитала, такође, имају дугорочни карактер - улажу се у тзв. капитална добра, опрему, зграде и сл. Тржиште капитала се најчешће дефинише као специјализовано финансијско тржиште на коме се тргује дугорочним новчаним средствима - капиталом - и дугорочним хартијама од вредности.

Тако дефинисано тржиште капитала обухвата¹ :

¹ Ж. Ристић: Тржиште капитала, теорија и пракса, Београд, 1990., стр. 20.

- кредитно-инвестиционо тржиште, на коме се даје, узима и користи капитал у форми дугорочних инвестиционих кредита,
- хипотекарно тржиште, на коме се капитал користи у форми хипотекарних кредита,
- тржиште хартија од вредности дугорочног карактера, *изв. ефекаѿа.*

Дугорочни карактер тржишта капитала условљава да је цена новчаних средстава - капитала, операционализована у каматној стопи, већа него она за краткорочна новчана средства која су предмет трговања на тржишту новца. Следећа битна карактеристика тржишта капитала је да је оно у свим националним економијама, које су развиле овај сегмент финансисјског тржишта, институционалног карактера, тако да тржиште капитала у ствари подразумева институционализовани организован простор, на коме се на организован начин сусрећу понуда и тражња за капиталом, са свим потребним елементима неопходним за његово функционисање у тачно одређеном времену, као и правила и узансе понашања учесника.² Према томе, основна економска улога или функција тржишта капитала је да омогући изворним учесницима (предузећима и појединцима) да :

1. брзо мењају структуру и смер својих портфеља дугорочних вредносних папира тј. да у складу са својим потребама релативно брзо и без посебних трошкова буду зајмотражиоци или штедише,
2. усмеравају слободни капитал у најрентабилније и најпродуктивније пројекте.

Предмет трговања на тржишту капитала је, као што је већ речено, специфична роба - капитал. Његова купопродаја је могућа директно између инвеститора - власника који га “продају” и корисника - предузетника, који га “купују”, али је уобичајено да се, због предности које се огледају у олакшавању обављања трансакција, њиховом убрзавању и нижим трошковима, оне обављају преко специјализованих

² Исто, стр. 27.

посредника. При томе су интереси купаца и продаваца усаглашени у погледу заједничке потребе да се купопродаја обави, али су логично супротстављени у погледу цене. Стога филозофија трговања на тржишту капитала подразумева усаглашавање заједничке воље купца и продавца тежећи оптимуму, који представља највећи могући износ подмирене тражње (за капиталом) и реализоване понуде капитала уз тржишне услове. Специфичност тржишта капитала је да иницијатива креће од корисника капитала (купца - предузетника), док услове диктира продавац, те се с правом каже да је тржиште капитала тржиште продавца, тј. тржиште на коме влада продавац.³ Успешност остваривања основне функције тржишта капитала се оцењује на основу тога да ли и у којој мери је понуда на тржишту капитала адекватна присутној односно исказаној тражњи.

Основни циљеви тржишта капитала су⁴:

1. Обезбеђење под тржишним условима неопходног и недостајућег капитала потребног за привредни развој и просперитет.
2. Остваривање оптималне алокације капитала односно коришћење капитала у најпропулзивније инвестиције и најпрофитабилније послове и привредне гране.
3. Остваривање највеће могуће капитализације односно највећег могућег прихода по основу власништва над капиталом на једној страни, и дисперзија свих облика ризика на другој страни.
4. Остваривање највећег могућег ефекта на пољу повећања новчане штедње у квантитативном и квалитативном смислу.
5. Стварање таквих услова и климе у привреди и друштву уопште, да се у функционисању тржишта капитала, у највећој могућој мери обезбеде захтеви и заштите интереси власника и корисника капитала.
6. Онемогућавање било којег облика монопола од стране било кога у поступку трговања са капиталом или пак онемогућавање било какве државне или

³ Ж. Ристић, наведено дело, стр. 86.

⁴ Исто, стр. 87. - 88.

административне дистрибуције капитала у оквиру, или ван тржишног механизма.

7. Утврђивање стварне и тржишне цене коштања капитала, односно усклађивање каматних стопа на тржишту капитала.
8. Селекција свих привредних програма и пројеката са аспекта пропулзивности и профитабилности путем и преко тржишта.
9. Остваривање максимално могућег обима капитала путем облика “трансформације новца у капитал”.
10. Остваривање оптималне усклађености капитала као и његове рочне структуре.

Постојање и успешно функционисање тржишта капитала, а тиме и остваривање наведених циљева, детерминисано је постојањем инвеститора, предузетника, посредника, као и организованог простора, правила понашања, специфичних трговачких узанси и специјализованих кадрова. Полазна претпоставка, која без сумње претходи свему наведеном, је стабилан економски и финансијски систем, стабилна и конвертибилна национална валута, поверење и обострано усаглашен заједнички интерес учесника тржишта капитала. Обезбеђење свих наведених друштвено-економских услова не значи, међутим, да ће се тржиште капитала само по себи и одмах развити у пожељном степену - обиму, јер је развој сваког финансијског тржишта један дуготрајан и мукотрпан процес, који захтева избор оптималних решења, али и њихово стално преиспитивање и побољшавање током времена, много рада и стрпљења, уз чврсто уверење да тај “посао” има свој економски смисао у већој понуди релативно јефтинијег капитала који може да задовољи исказану тражњу.

2. ОРГАНИЗАЦИЈА РАДА, УЧЕСНИЦИ И ИНСТРУМЕНТИ ТРЖИШТА КАПИТАЛА

С обзиром на основне циљеве, улогу и карактеристике тржишта капитала оно је у највећој мери институционализовано и формализовано у односу на остале

сегменте финансијског тржишта. У једној националној економији постоје два основна типа тржишта капитала:

- берзанско тржиште капитала - берза,
- ванберзанско тржиште капитала (over the counter).

Капиталне трансакције на тржишту капитала у ужем смислу (са хартијама од вредности дугорочног карактера - ефектима) се обављају на организованом тржишном простору, по строго формализованим правилима. Тај простор је тзв. берза ефеката, која у ствари представља специјализовану институцију тржишта капитала која концентрише и сучељава понуду и тражњу капитала и ефеката, пружа услуге нотације, обавља котацију, односно формира цену појединих инструмената, а тиме и укупну цену капитала, информише учеснике, али и ширу јавност о свим релевантним кретањима и тенденцијама на тржишту капитала. По неким схватањима, берза као финансијска институција има предоминантно шпекулативни карактер, с обзиром да један број њених учесника заиста наступа са приоритетно шпекулативним мотивима⁵. Међутим, искуства развијених националних економија потврђују, управо супротно, да берзе ефеката имају стабилизациону улогу јер доприносе смиривању тржишних осцилација путем утврђивања реалне тржишне вредности "материјала" којим се на њима тргује. Берза има врло строга формална правила рада, почев од услова регистрације, преко вођења берзанског састанка, закључења купопродајних послова, до простора и времена. Стога се берзанским прометом сматра само она организована купопродаја ефеката обављена на берзанском састанку, на тачно одређеном месту - рингу или паркету, док све друге трансакције обављене ван тог службеног простора⁶, иако чине капиталне трансакције, представљају тзв. ванберзанску трговину на тржишту капитала. У ванберзанску трговину спада и купопродаја капитала - ефеката преко

⁵ Шпекулација као термин нема у контексту финансијског тржишта искључиво негативну конотацију.

⁶ У савременим условима већина берзи у свету је напустила традиционалну трговину на паркету/рингу и увела електронске системе трговања. Такву праксу следе и берзе у земљама у транзицији.

банака и других берзанских посредника тзв. трговина на "међубанкарском тржишту капитала" (ОТС - over the counter market), која је врло значајна по обиму обављених трансакција јер чини, према неким проценама, 60% до 70% укупног обима трговине на тржишту капитала у развијеним привредама⁷. Ванберзанском трговином се означавају и све друге купопродаје ефеката без обзира на начин и место извршења - тзв. незванична - нерегулисана трговина или "црно тржиште". Укупне капиталне трансакције које се у једној националној економији обављају ван берзи ефеката у поменутом појмовном и суштинском одређењу се означавају као неберзанско национално тржиште капитала. Ради се, дакле, о неформалном тржишту капитала у институционалном смислу речи на коме учествују банке и друге посредничке организације (брокерске и дилерске). Ово тржиште има изузетан значај за успешност функционисања укупног тржишта капитала јер се процењује да је вредност промета обављеног на њему 10 до 30 пута већа од оног обављеног на берзи унутар једне националне економије.⁸

Иако имају исте основне циљеве и задатке и почивају на истим основним принципима, сама организација функционисања појединих берзи (оснивање, чланство, управљање и контрола) се знатно разликују. Са тог становишта издиференцирала су се три основна типа берзи ефеката од којих сваки има своје предности и недостатке, али и своју традицију⁹:

1. Берза ефеката англосаксонског типа - приватна институција основана као акционарско друштво, конзервативна у погледу регулације, управљања, новог чланства и недопуштања приступа банкама и другим финансијским посредницима. Такве су нпр. Лондонска берза (London Stock Exchange) са 1.250 чланова, Њујоршка (New York Stock Exchange), као највећа светска берза са 1.375 чланова и Токијска берза са 1.136 чланова.

⁷ Ж. Ристић, наведено дело, стр. 185.

⁸ Ж. Ристић, наведено дело, стр. 186.

⁹ Исто, стр. 187. и 188.

2. Континентални тип берзе ("Француски тип") - јавно правног карактера, основана по посебним законима, а коју карактерише знатно учешће и утицај државне регулативе, број чланова није фиксиран, али се такође не дозвољава приступ - чланство банкама и банкарима. Такве су, на пример, Париска берза (Bourse de valeurs), затим берзе у Белгији, Италији, Шпанији и Португалији.
3. Мешовити тип берзе ефеката, као комбинација претходна два (организатор, управљач и контролор је држава, а чланови су само банке и друге финансијске организације, а и број чланова није ограничен). Пословни мотив овог типа берзе није профит јер све трошкове у форми котизације алиментирају банке - чланови који воде и укупну политику берзе. Берзе овог типа су нпр. берзе у Франкфурту, Цириху, Бечу.

Наведена класификација и карактеристике берзе ефеката су логично (пре)детерминисане карактером и традицијом укупног финансијског система у појединим земљама, а њихово познавање и уважавање је императив конципирања и развоја нових берзи или одређених промена већ постојећих.

Предмет трговине на тржишту капитала, без обзира на наведене разлике у његовом функционисању, је капитал - дугорочна новчана средства, а његов трансфер од суфицитних ка дефицитним економским јединицама се у условима развијеног финансијског тржишта обавља углавном посредством специјализованих инструмената тржишта капитала - зајмовног или власничког карактера. Тржиште капитала, као и друга финансијска тржишта, подразумева јединство функционисања примарног и секундарног тржишта капитала. Основни учесници на тржишту капитала, без обзира на помињане формално-институционалне специфичности су :

- власници капитала - инвеститори,
- корисници капитала - предузетници,
- посредници - банке, банкарске организације, специјализоване финансијске институције и берзе,

- држава - као регулатор и контролор, али и као инвеститор и корисник капитала.

Капитал, као један од кључних и често критичних фактора развоја и основних економских и финансијских категорија, је с правом предмет бројних истраживања, али и различитих приступа. За потребе изучавања тржишта капитала, капиталом се сматра укупни износ одложене потрошње чији рок одлагања није краћи од једне године, што значи да се појам капитала постовећује са појмом штедње и пласмана те штедње на рок који, такође, није краћи од једне године¹⁰. Према томе, стање штедње (свих сектора) у једној националној економији је иницијални и пресудни фактор стања капитала, а тиме и могућности успешног функционисања тржишта капитала и остваривања његових циљева и функције. Ово се не би смело пренебрегавати приликом промишљања о конципирању и развоју тржишта капитала и уједно упућује на логичан и једино могући ток нужних претходних радњи - јачање финансијског система и његове стабилности, поверења и сигурности, заштите, гаранција и мотивације на штедњу. Допунски фактор формирања капитала је у финансијском жаргону познат као “прерађивачка функција банкарско-финансијског сектора”, а представља трансформацију дела новца у капитал променом рочне структуре мобилисаних краткорочних новчаних средстава у својим пасивама у новчана средства чији је рок одлагања трошења односно доспећа дужи од једне године, дакле, у капитал. При томе је веома битна “мера” те трансформације како се банке и друге финансијске институције не би изложиле ризику неликвидности што, као што пракса потврђује обично завршава банкротством дате институције, али и “ударима” на укупни финансијски систем.

Логика функционисања тржишта капитала је иста као и сваког другог сегмента финансијског тржишта. Као што је познато, постоје суфицитне економске јединице, које имају вишкове капитала, и дефицитне, које имају недостатак капитала за своје развојне и инвестиционе пројекте.

¹⁰ Ж. Ристић, наведено дело, стр. 28.

Суфицицитне јединице (ССУс) имају привремене вишкове капитала намењене за неку каснију потрошњу - улагање у функцији остварења неких својих циљева, а тржиште капитала им пружа могућност да га, док траје одлагање његове потрошње, рационално - сигурно и уносно пласирају и остваре одређену зараду. С друге стране, ДСУс, као корисници капитала крећу у реализацију одређених пројеката, улажући у будућу производњу пре него што су прикупили или уштедели довољан властити капитал, те им тржиште капитала пружа могућност да прибаве додатни туђи капитал, као зајам по одређеној цени, или као власнички улог, уз прихватање обавеза које по том основу преузимају. При томе, одлука корисника капитала базира на рачуну рентабилитета односно оцени да ли његов пројекат може бити рентабилан уз плаћања по основу коришћења туђег капитала. Тржиште капитала, као што је напоменуто, омогућава брзу и успешну промену позиције учесника од корисника капитала у инвеститора и обратно, тако да се сваки учесник може релативно лако и брзо наћи у једној или другој улози, зависно од својих циљева и личне потребе. Нето финансијску позицију главних сектора у САД у децембру 1987. са аспекта учешћа на тржишту капитала илуструје следећи преглед¹¹:

¹¹ Наведено према D. S. Kidwell, R. L. Peterson: Financial Institutions, Markets, and Money, Dryden Press, 4th ed. 1990., п. 510.

- у билионима \$ -

СЕКТОР	Фин. средства	Фин. обавезе	Нето ф. поз. суфицит	Нето ф. поз. дефицит
Становништво	8.976	3.088	5.888	
Нефинансијске орг.	1.799	2.572		773
Савезне и лок. владе	524	581		57
Федерална влада	340	2.211		1.871
Финансијске инстит.	8.444	8.226	218	
Остали	4.642	2.914	1.728	
УКУПНО :	24.725	19.592	7.834	2.701

Извор: Board of Governors, Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts, Financial Assets and Liabilities, Year-End, 1963-86*, September 1987; and *Flow of Funds Accounts, Fourth Quarter 1987*, March 11, 1988.

Претходни преглед показује да су привреда и држава највећи нето позајмљивачи, корисници капитала (primary borrowers - ДСУс), а становништво - домаћинства највећи нето понуђачи капитала (ССУс). Дефицитне јединице у условима развијеног финансијског тржишта прибављају недостајућа средства, по правилу, емитовањем различитих инструмената тржишта капитала чији су крајњи купци, без обзира на привремене куповине од стране финансијских посредника, суфицитне јединице. Као корисници капитала посебно су значајни предузетници - појединци и предузећа који имају предузетничке идеје и послове, али им недостаје капитал. У функцији корисника капитала се јављају појединци, привредни субјекти, држава и парадржавне институције и организације и банкарско-финансијске институције (у своје име и за свој рачун, у своје име али за туђи рачун, у туђе име и

за туђи рачун)¹². Битна карактеристика партнерских и тржишних односа међу учесницима на тржишту капитала, као уосталом и у укупној тржишној привреди, је међусобно поверење и обострана корисност, што обезбеђује да ни једна од страна (ни купац, ни продавац капитала) не сме имати осећај превареног и изиграног партнера. Развој тржишта капитала, његова стабилност, ширина, принципи функционисања и информисаност учесника, су управо детерминанте наведеног финансијског постулата. Развијени тржишни односи подразумевају тржишне облике заштите инвеститора и осталих учесника на тржишту капитала чија је суштина појединачна одговорност, пре свих, инвеститора за ризик сопствене одлуке о улагању свог капитала, што је директно у функцији развоја и успешног функционисања тржишта капитала. Одлука о улагању капитала је, дакле, лична и на сопствени ризик, али се тај ризик минимизира изградњом одговарајућег тржишног амбијента - државне и тржишне регулативе и контроле, односно инструмената заштите инвеститора и осталих учесника на тржишту капитала. Најважнији од тих инструмената су¹³:

- функционисање савременог и оптималног система информисаности инвеститора,
- јавни карактер берзанских операција - доступност информација о свим релевантним показатељима закључених трансакција,
- јавно објављивање свих информација и одлука надлежних органа и организација битних за стање и промене на тржишту капитала,
- заштита од тзв. "банкарске злоупотребе штедње",
- заштита од тзв. "банкарске злоупотребе положаја" и
- заштита од ризика наплате потраживања.

Економски мотивисана мобилизација и трансфер - алокација капитала на тржишту капитала у условима развијених финансијских система и структура врши се посредством одговарајућих финансијских инструмената -

¹² Ж. Ристић, наведено дело, стр. 37.

¹³ Исто, стр. 94.

хартија од вредности тржишта капитала. Као што је напоменуто постоје две основне групације тих инструмената:

- инструменти - вредносни папири тржишта капитала, којима се успостављају дужнички или зајмовни односи између продавца и купца капитала и који корисника капитала обавезују да по основу коришћења туђег капитала периодично плаћа утврђену камату до рока доспећа којом приликом је дужан да исплати и главницу - износ дуга (типичан представник ових инструмената су обвезнице), и
- инструменти - вредносни папири тржишта капитала, којима се успостављају власнички односи који купцу таквих инструмената (продавцу капитала) дају одређена власничка права - право на учешће у управљању и расподели остварених резултата и др. - неограниченог временског трајања све док поседују сертификат, односно дати инструмент (типичан представник су акције или деонице¹⁴).

Развијена финансијска тржишта су креирала велики број поменутих инструмента који имају одређене специфичности, предности и недостатке, те као такви пружају могућности избора и инвеститорима и корисницима капитала. Те специфичности се нпр. односе на висину каматне стопе овисно о року доспећа и ризику, фиксност или варијабилност прихода односно приноса, права из појединих врста

¹⁴ Постоји разлика у називу власничких вредносних папира у развијеним тржишним привредама, тако да се они које емитују акционарска друштва називају у САД "stock", у Енглеској "share", у Немачкој "Aktie", док се папири које емитују сувласничка друштва уобичајено називају "participations certificate", или "selectios bond", а у Немачкој "Anteilsaktien, Kuxe, Partizipations schein". Према томе, дистинкција је извршена по основу типа друштва емитента тих папира. У нашем језику не постоје адекватни преводи ових термина, а у нашим речницима и литератури се не прави никаква разлика између акција којима се оснива акционарско и мешовито/сувласничко друштво, што је вероватно последица неразвијености у тој области уопште. Термини акције и деонице се најчешће користе као синоними. Претпоставља се да ће са развојем ове области бити неопходно направити дистинкцију, попут оне у помињаним земљама, а погодним се чини усвајање термина *акција* за папире акционарских, а *деоница* за папире сувласничких друштава, као адекватан изворни назив сувласничког дела над одређеном имовином у једном предузећу.

Видети шире у Ж. Ристић, наведено дело, стр. 75.

инструмента итд. Тим карактеристикама и могућностима оптималног избора инструмената тржишта капитала, посебно са аспекта финансирања предузећа, детаљније ћемо се бавити у наставку овог рада. Значај и величину учешћа појединих инструмената тржишта капитала у САД илуструје следећи преглед¹⁵:

- у билионима \$ -

ИНСТРУМЕНТ	1965.	1970.	1975.	1980.	1985.	1987.	Г.с. рас та
бл.зап./преко 1 г.	120	124	200	407	713	1.278	11,4
Д. фед. аг./пр.1 г.	15	44	109	277	289	976	20,9
Локалне обвезн.	100	144	224	350	399	725	9,4
Корпорат. обв.	121	202	328	495	718	1.203	11,0
Корп. акције(*)	749	906	893	1.634	2.504	3.353	7,1
Хипотек. залож.	333	470	787	1.449	2.173	2.865	10,3
УКУПНО :	1.438	1.890	2.541	4.612	6.796	10.400	9,4

(*) По тржишној вредности

Извор: Board of Governors, Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts, Financial Assets and Liabilities, Year-End, 1963-1986, September 1987; Flow of Funds Accounts, Fourth Quarter 1987,*

March 11, 1988; and the U.S. Treasury Department, Bureau of Public Debt.

3. УЛОГА И ЗНАЧАЈ ТРЖИШТА КАПИТАЛА ИЗ УГЛА ФИНАНСИРАЊА ПРЕДУЗЕЋА ИЗ РЕАЛНОГ СЕКТОРА

Претходна разматрања тржишта капитала односно његових карактеристика, економске улоге, функционисања, учесника и инструмената, су указала да је тржиште капитала "ближе" финансирању предузећа у смислу да се, за разлику од тржишта новца, предузетници и предузећа као купци - будући корисници капитала третирају као непосредни учесници на

¹⁵ D. S. Kidwell, R. L. Peterson, наведено дело, стр. 511.

тржишту капитала. Друго је питање да ли ће они ту могућност користити и директно наступати на тржишту капитала или ће користити услуге специјализованих финансијских посредника, што је по правилу чешћи случај обзиром на предности које им се тиме пружају. Такве карактеристике тржишта капитала указују на могућност нешто активније директне улоге предузећа на тржишту капитала, него у сегменту краткорочног финансирања. Док су у домену краткорочног финансирања појединачна предузећа више упућена на банкарски сектор, у домену дугорочног или инвестиционог финансирања имају нешто шире могућности директног учешћа на тржишту капитала. Те могућности се огледају у емисији властитих хартија од вредности тржишта капитала ради прибављања капитала за улагање у дугорочне развојне пројекте, односно будућу производњу. Такве хартије од вредности лакше стичу статус вредносних папира тржишта капитала, него што је то случај са комерцијалним папирима на тржишту новца, обзиром на строжије услове које прописује Централна банка. Истина, услови за регистрацију појединачних корпоративних дугорочних хартија од вредности на берзама су такође врло строги у погледу процедуре и одређених цензуса, али је зато промет тих папира могућ у ванберзанском промету уз нешто блаже услове. При томе је неспорно да ће судбина емитованих корпоративних дугорочних хартија од вредности, односно њихова цена на примарном и секундарном тржишту, зависити, пре свега, од реномеа односно укупног пословног и финансијског бонитета предузећа емитента тих папира.

Финансирање путем хартија од вредности тржишта капитала, без обзира да ли се ради о дужничким или власничким хартијама - инструментима, има предности како за предузећа - кориснике - купце капитала, тако и за инвеститоре - продавце капитала. Предузећа корисници капитала ће захваљујући постојању тржишта капитала, односно његовом функционисању и законитостима прво, имати на располагању довољне износе капитала услед пуне мобилизације и расположивости капитала сходно економској снази националне економије и присуству ино капитала, друго, (по)нуђена средства ће бити економски валоризована и имати тржишну - економску цену, и треће, постојеће могућности

избора различитих инструмената и различитих варијетета њихове емисије и пласмана зависно од циљева, потреба, конкретних околности и преференција сваког предузећа - корисника капитала.

Инвеститори - власници односно продавци капитала су, такође, заинтересовани за његову тржишну - економску валоризацију, што им као предност пружа тржиште капитала. Они су надаље у могућности да се у потребној мери заштите од одређених облика изложености ризику између осталог и избором врсте хартија од вредности, односно структурирањем оптималног портфолиа¹⁶. Секундарно тржиште капитала омогућава сваком инвеститору - учеснику да се релативно лако, брзо и јефтино, продајом хартија из свог портфеља, трансформише у улогу корисника капитала, или да мења структуру свог портфолиа у жељеном смеру, сходно властитој аверзији или преферирању ризика односно настојањима оптимизације портфолиа. Тржиште капитала и специјализовани финансијски посредници тржишта капитала, пре свега, различити инвестициони, пензиони и осигуравајући фондови, омогућавају мобилизацију штедње најширег круга појединачних власника и њено стављање у функцију економског развоја националне економије, што је несумњиви друштвени - национални интерес. Истовремено то је интерес и појединачних власника те штедње, али и самих посредника. Појединцима (становништву - домаћинствима) се пружа алтернативна могућност улагања властите штедње у банку уз камату коју диктира банка (мада је у условима развијеног финансијског тржишта и она под утицајем цене капитала формиране на тржишту капитала), или истински осећај и улога инвеститора - улагањем у различите инвестиционе инструменте тржишта капитала, што им омогућава да прате резултате инвестиционе активности свог одабраног посредника и на одређени начин се поистовећују са њим, иако су њихова појединачна средства углавном минимална. Чак и значајнија - већа средства - капитал пласирана преко

¹⁶ Оптимални портфолио подразумева такво комбиновање вредносних папира у инвеститоровом портфељу које ће редуцирати финансијске ризике и максимизирати очекиване приносе по основу пласмана капитала у целину хартија у портфолију.

институционалних инвеститора пружају већу сигурност и бољу зараду јер је претпоставка да су инвестициони менаџери тих фондова извршили бољу алокацију средстава и диверзификацију ризика, него што би то могли урадити појединачни инвеститори. Интерес тих специјализованих институционалних инвеститора је врло јасан и рационалан - зарада на разлици цене прибављеног капитала и ефеката које инвестирањем остварују. Та разлика је по правилу и у просеку значајна, захваљујући, пре свега, квалитетном, професионалном и стручном инвестиционом менаџменту, тако да су у могућности да привуку капитал изворних власника нудећи им атрактивније и повољније услове од банкарске штедње.

Услуге оваквих институционалних инвеститора су на располагању предузећима и предузетницима, не само у погледу прибављања капитала, него и пласмана сопственог привремено неангажованог капитала. При томе је претпоставка, с обзиром на суштину постојања производно-услужног предузећа и предузетништва, да ће пласман дела њиховог капитала у инструменте - хартије од вредности институционалних инвеститора бити изниман и привремен и да ће он релативно брзо, преко секундарног тржишта капитала бити трансформисан поново у капитал ради улагања у сопствени пословни подухват - бизнис.

Конкретно дугорочно (инвестиционо-развојно) финансирање предузећа у условима развијеног укупног финансијског тржишта односно тржишта капитала има читав низ могућности. Избор одређених инструмената детерминисан је бројним факторима као што су нпр. постојећи степен задужености предузећа, склоност или аверзија ка ризику, пословно-предузетнички концепт, порески третман појединих инструмената тржишта капитала и др. Овим аспектима који представљају суштину наших истраживања шире ћемо се бавити у наставку овог рада. Стање у том домену - процентуално учешће извора средстава

у привредним и трговачким компанијама у Великој Британији илуструје следећи преглед (у%)¹⁷ :

Година	Властити извори	Банк. кредити	Обичне акције	Дуг. инст. и преф. ак.
1982.	62,1	22,7	3,6	0,8
1983.	77,3	4,8	5,5	1,8
1984.	81,0	19,3	3,1	0,7
1985.	70,5	15,9	7,4	1,9
1986.	64,7	10,9	11,1	1,5
1987.	54,1	16,6	17,4	0,6

Извор: Calculated from CSO *Financial Statistics*, Oct. 1988, Table 8.2

Коришћење могућности и услуга тржишта капитала, као уосталом и укупног финансијског тржишта са аспекта појединачног предузећа, што је суштина наших истраживања, (пре)доминантно је детерминисано кредитном способношћу, финансијским и укупним бонитетом предузећа. То значи да је упоредо са стварањем општих институционалних претпоставки за успостављање, функционисање и развој финансијског тржишта уопште, и тржишта капитала посебно, од одлучујућег значаја јачање акумулативне и репродуктивне способности и укупне пословне и финансијске снаге предузећа, као претпоставке да њихове хартије од вредности као облик прибављања капитала (примарно тржиште), али и конверзије у капитал (секундарно тржиште) “имају проћу”, али и предузетништва и предузетничког духа који генеришу тражњу за капиталом, као и новог “стила” дугорочног финансирања предузећа базираног на стварању навике да се користе широке могућности тржишта капитала насупрот уверењу да је за прибављање капитала потребно и довољно једино отићи у банку. Ово најбоље потврђују искуства

¹⁷ P. Howells, K. Bain: *Financial Markets and Institutions*, Longman Group UK Limited 1990. p. 111.

развијених тржишних привреда са развијеним тржиштем капитала, која би се морала максимално респектовати и у нашим условима и пракси.

4. НИВО РАЗВИЈЕНОСТИ И ПЕРСПЕКТИВЕ РАЗВОЈА ТРЖИШТА КАПИТАЛА У ТРАНЗИЦИОНИМ ЕКОНОМИЈАМА И У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

У склопу укупног привредно-системског и тржишног реструктурирања националних економија у којима су донедавно доминирали етатистички концепт и структура веома важну улогу има развој финансијског тржишта у целини и његових појединих сегмената. Искуство указује да због наслеђа прошлости у првим годинама транзиције у тим земљама и даље доминира банкарски систем у односу на тзв. отворено финансијско тржиште, с тим да и он сам мора разрешавати постојеће доста озбиљне проблеме и реструктурирати се на тржишним принципима. Развој финансијског тржишта, као алтернативног механизма финансирања (директног трансфера финансијских средстава) не само да поспешује привредни развој на тржишним принципима, него истовремено повратно делује на постојеће финансијске институције у смислу елиминисања њихове олигополске позиције и економских и финансијских деформација које она детерминише.

Основне предности одвијања финансијских токова посредством финансијског тржишта су мобилизација и концентрација капитала привреде и финансијске штедње становништва и њихова оптимална алокација на тржишним принципима, а не искључиво путем банкарског механизма, који је иначе у земљама које се данас налазе у транзицији у претходном периоду испољио бројне слабости. Надаље, финансијско тржиште делује антиинфлационо, јер претпоставља монетарну стабилност, чврст правни систем који обезбеђује заштиту поверилаца и финансијску дисциплину, а то је за привреде у транзицији које су се доскоро сусретале са тим проблемима, веома важно. Развијено и стабилно финансијско тржиште је истовремено предуслов за међународну привредну и финансијску сарадњу

која је за земље у транзицији цондитио сине љуа нон успеха започетих тржишних реформи. Прилив ино капитала неопходног за санирање постојећих проблема у реалном и финансијском сектору и за подстицање даљег развоја ће се у све већој мери реализовати кроз директне или портфолио инвестиције, а битни предуслови за то су развијеност домаћег финансијског тржишта и на њему верификован рејтинг домаћих предузећа претендената за ино финансијску подршку.

Развој финансијског тржишта, нарочито тржишта капитала, подстичу и неминовни процеси приватизације, као један од првих корака свеобухватног привредног и финансијског реструктурирања у земљама у транзицији, уз позитиван повратни утицај. Наиме, у процесу својинске трансформације (а одабрани модели су мање-више слични и подразумевају “поделу” једног дела дотадашњег државног капитала запосленима или пунолетним грађанима) ће се креирати велики број акција које финансијско тржиште треба да прихвати и да кроз одређивање њихове тржишне цене валоризује тржишни и финансијски бонитет емитента и услове привлачења додатног капитала. У таквом амбијенту купопродаје тј. инвестирање у ХОВ и повлачење уложених средстава посредством секундарног тржишта ће постати неминовност, а у те трансакције ће се, поред специјализованих финансијских институција, пре свега инвестиционих фондова, као и у развијеним тржишним привредама морати укључивати и банке, било као посредници, гаранти, инвестициони банкари или инвеститори.

Према томе, развој финансијског тржишта у најширем смислу речи и већи обим емисије и купопродаје различитих врста ХОВ, односно портфолио инвестирања, није ствар избора земаља у транзицији, него нужност која нема алтернативу.

Какав је достигнути ниво развијености тржишта капитала и портфолио инвестирања у земљама у транзицији?

Сходно укупним резултатима постигнутим у досадашњем периоду транзиције у институционалној сфери, монетарној стабилности, привредном развоју и приватизацији, и у домену укупног реструктурирања финансијског сектора и

развоја финансијског тржишта предњаче тзв. земље “Вишеградске групе”.

У протеклих десетак година земље Централне и Источне Европе, а пре свих земље поменуте групе, су постигле значајне резултате у процесу транзиције ка истинској тржишној привреди. Иницијалне промене власничке структуре (приватизација) и реструктурирање предузећа су подстакле и промене у финансијској сфери, а пре свега санацију и реструктурирање банкарског сектора и развој финансијског тржишта. Поред већ постојећих институција, Централне банке, комерцијалних банака и осигуравајућих друштава, основане су и нове институције - приватизациони инвестициони фондови, берзе и специјализовани посредници у трговини и инвестирању у ХОВ, које у великој мери детерминишу транзицију у финансијској сфери, а тиме и њен укупни успех.

Организована финансијска тржишта у земљама Централне и Источне Европе, иако се још увек означавају као “тржишта у развоју” су према уобичајеним показатељима (број нових емисија укључених на листинг берзе, тржишна капитализација и вредност трговине) достигла завидан ниво¹⁸. Такође су релативно добро развијене процедуре клиринга и салдирања, техничка подршка је задовољавајућа, ниво посредничких услуга је на високом нивоу, као и ниво информисаности учесника, рачуноводствени и ревизорски стандарди. Најразвијенија организована финансијска тржишта у европским земљама у транзицији су берзе у Варшави, Будимпешти, Прагу и Љубљани. Поред њих, паралелно егзистирају и релативно успешно “раде” и ванберзанска тржишта на којима се тргује оним акцијама које не испуњавају услове листинга на берзи.

Следећи праксу и искуства осталих земаља у транзицији Република Српска се налази у завршној фази масовне приватизације и успостављања финансијског тржишта. Доношењем закона: о хартијама од вредности, о приватизационим инвестиционим фондовима и друштвима за

¹⁸ Најбоља илустрација су остварени показатељи појединих берзи у ЗУТ. Видети, на пример, Fact Book 2000, Warsaw Stock Exchange, Annual Statistical Report, Ljubljana Stock Exchange, year 1999.

управљање приватизационим фондовима и Централном регистру хартија од вредности, успостављена је основна институционална инфраструктура за развој финансијског тржишта. Именовањем Комисије за хартије од вредности и њеним ангажовањем на доношењу читавог низа подзаконских аката учињен је даљи корак ка успостављању финансијског тржишта. Од кључне важности су закључени уговори са Владом Републике Словеније којим се као донација Републици Српској уступају програмски пакети за берзанско трговање и Централни регистар хартија од вредности.

Основне претпоставке за успостављање тржишта хартија од вредности у Републици Српској су: (1) стварање институционалних услова, кроз одговарајућу законску и подзаконску регулативу, којим се успостављају јасна правила игре, обезбеђује јавност рада, сигурност и ефикасност обављања трансакција, грађење поверења и заштита инвеститора, (2) креирање финансијских инструмената, односно одговарајућег тржишног материјала, који обезбеђују прибављање финансијских средстава на ефикасан начин и уз прихватљиву цену и истовремено су стимулативни за инвеститоре у погледу очекиваног приноса, сигурности и ликвидности и (3) оспособљавање и формирање овлашћених учесника за пословање на тржишту хартија од вредности и успостављање институција неопходних за успешно функционисање примарног, а нарочито секундарног тржишта хартија од вредности, пре свега Централног регистра и берзе.

Основни ограничавајући фактори за успешнији и бржи развој финансијског тржишта у Републици Српској су по нашем мишљењу: (1) релативно тешка економска и финансијска ситуација, (2) изгубљено поверење у банке и финансијски систем у целини, (3) кашњење у именовању Комисије за хартије од вредности услед чега се није могла благовремено припремити потребна подзаконска инфраструктура, као и кашњење у организовању берзе и Централног регистра¹⁹, (4) недостатак специфичних

¹⁹ Истина, од момента писања прве верзије овог рада па до његовог објављивања, у овом домену су учињени одређени помаци. Формално правно је основан Централни регистар, а активности па оснивању берзе су при крају, међутим, колико ће времена протећи до њиховог истинског почетка рада, остаје да се види.

теоријских и практичних знања и вештина. Иако звучи помало парадоксално, околност да Република Српска у ову фазу транзиције улази међу последњим ЗУТ, може представљати и одређену предност. Наиме, искуства и грешке других у домену приватизационих инвестиционих фондова, успостављања берзе и централног регистра развоја и регулације финансијског тржишта, уколико се добро схвате и послуже као поука приликом конципирања и успостављања финансијског тржишта у Републици Српској могу, чини се, убрзати цели процес реформи и повећати њихову успешност.

На крају се логично намеће питање: Шта предузети у циљу подстицања развоја финансијског тржишта у Републици Српској, како би оно у првој фази вприхватилог ХОВ које ће произаћи из приватизације, а касније послужило својој основној сврси: (1) обезбјеђења ликвидности већ емитованих ХОВ и (2) обезбеђења потребних финансијских средстава приватизованим предузећима?

Иако су могући различити приступи, најлогичнијим нам се чини обезбеђење²⁰ : (1) дугорочне макроекономске стабилности, (2) дугорочне фискалне дисциплине државе, (3) довршење процеса приватизације и (4) повећање домаће штедње и њено усмеравање на финансијско тржиште, чиме се стварају услови за креирање тражње за ХОВ (наиме, понуда ХОВ, проистеклих из приватизације или новоемитованих, је само потребан услов за успостављање финансијског тржишта, те стога успех у овом послу зависи и од креирања тражње²¹).

Без улажења у детаљнију елаборацију наведених предуслова за развој финансијског тржишта у РС, чини се да је највећи проблем у вези са последњим предусловом. Наиме, прва три услова ће надамо се бити лакше обезбедити

²⁰ Према М. Simoneti, Issues in Regulating Post-Privatization Securities Markets in Transitional Economies, EDI Working Papers, World Bank, Washington, 1997, p. 20.

²¹ У том смислу први корак је санација и реструктурирање финансијског сектора, банака пре свега, чиме треба да се поврати поверење, а затим и реформа пензионог осигурања и што бржа трансформација ПИФ-ова у правцу у коме они функционишу као истински финансијски посредници максимално прилагођени малим инвеститорима. Чини се да нема разлога да и ЗУТ не следе праксу и искуства развијених земаља у којима су најзначајнији учесници на финансијском тржишту институционални инвеститори (пензионих фондови и осигуравајуће компаније) и инвестициони фондови.

захваљујући присуству и утицају међународне заједнице, опредмећеном преко Централне банке БиХ и утицаја Светске банке и Међународног монетарног фонда. И у погледу четвртог предуслова за очекивати је помоћ међународне заједнице, међутим, за његово остварење је неминовно јачање националне економије, животног стандарда и поверења у домаћи финансијски систем. Очигледно је да нам помоћ са стране за остварење овог циља не може и неће бити довољна.

И на крају, мада не и најмање важно за успешност развоја и функционисања финансијског тржишта и портфолио инвестирања, неопходна су специфична експертска знања и њихово стално актуелизирање у складу са светским трендовима у овој сфери. С обзиром да овај сегмент едукације кроз дужи временски период није био на потребном нивоу, како кроз редовне образовне програме, тако и кроз специјалистичке курсеве перманентног образовања и оспособљавања, овом предуслову успешног развоја и функционисања финансијских тржишта би требало посветити пуну пажњу. У том смислу је посебна одговорност на економским факултетима у РС и свима нама који треба да уводимо младе људе у сложени свет економије и финансија.

ЛИТЕРАТУРА:

1. Annual Statistical Report, Ljubljana Stock Exchange, year 1999.
2. Р. Божић, Финансирање предузећа и финансијско тржиште, Институт за економска истраживања, Приштина, 1998.
3. Б. Васиљевић, Основи финансијског тржишта, Diamond HARD, Београд, 1997.
4. Fact Book 2000, Warsaw Stock Exchange,
5. Д. Ерић, Финансијска тржишта и инструменти, Научна књига и Виша пословна школа, Београд, 1997.
6. В. J. Foley, Capital Markets, Macmillan education LTD London, UK. 1991,
7. Р. Howells, K. Bain, Financial Markets and Institutions, Longman Group UK Limited, 1990.

8. D. S. Kidwell, R. L. Peterson, Financial Institutions, Markets and Money, Dryden Press, 4th ed. 1990.
9. Ж. Ристић, Тржиште капитала, теорија и пракса, Београд, 1990.
10. M. Simoneti, Issues in Regulating Post-Privatization Securities Markets in Transitional Economies, EDI Working Papers, World Bank, Washington, 1997,
11. Д. Шошкић, Хартије од вредности: Управљање портфолиом и инвестициони фондови, Београд, 2000.
12. Зборник радова научно-стручног саветовања југословенских економиста: Могућности транзиције југословенске привреде и предузећа - омогућити тржишту да функциониса, Милочер, јун 1998, специјално издање часописа Пословна политика, јун 1998.
13. Зборник радова - Финансијско тржиште Југославије, Економски институт, Београд, 1993.
14. Извјештај о раду Комисије за хартије од вредности Републике Српске за 2000. годину, Бања Лука, јануар 2001.