



# **VISOKA POSLOVNA ŠKOLA STRUKOVNIH STUDIJA ČAČAK**

## **DIPLOMSKI RAD**

### **Tržište kapitala**

Mentor: \_\_\_\_\_  
Profesor: \_\_\_\_\_

Student: \_\_\_\_\_  
Br.Indeksa: \_\_\_\_\_

## SADRŽAJ:

|                                                             |           |
|-------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>TRŽIŠTE KAPITALA.....</b>                                | <b>2</b>  |
| <b>1.0. Uvod.....</b>                                       | <b>2</b>  |
| <b>1.1. PONUDA KAPITALA.....</b>                            | <b>3</b>  |
| <b>1.2. OBLICI KORIŠĆENJA KAPITALA .....</b>                | <b>7</b>  |
| <b>1.3. ULAGANJE U AKCIJE ILI AKCIONARSKI KAPITAL .....</b> | <b>8</b>  |
| <b>1.4. UČESNICI NA TRŽIŠTU KAPITALA .....</b>              | <b>10</b> |
| <b>1.5. BERZE I BERZANSKO POSLOVANJE .....</b>              | <b>11</b> |
| 1.5a. Najznačajnije svetske berze.....                      | 13        |
| 1.5b. Beogradska berza .....                                | 14        |
| <b>1.6. ULOGA DRŽAVE NA TRŽIŠTU KAPITALA .....</b>          | <b>15</b> |
| <b>1.7. DUGOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI .....</b>            | <b>16</b> |
| <b>1.8. DEONICE (AKCIJE).....</b>                           | <b>17</b> |
| 1.8a. OBIČNE AKCIJE .....                                   | 18        |
| 1.8b. PREFERENCIJALNE (POVLAŠĆENE) AKCIJE.....              | 18        |
| 1.8c. UŽITNIČKE AKCIJE .....                                | 19        |
| <b>1.9. UPRAVLJANJE DIVIDENDOM.....</b>                     | <b>20</b> |
| <b>2.0. OBVEZNICE .....</b>                                 | <b>24</b> |
| 2.1. Vrste obveznica .....                                  | 24        |
| <b>2.2. PLATINI PROMET I BANKARSKE TRANSAKCIJE .....</b>    | <b>26</b> |
| 2.2a. Instrumenti platnog prometa .....                     | 27        |
| 2.2b. Obavljanje platnog prometa elektronskim putem .....   | 27        |
| <b>2.3. OSNOVNI OBLICI FINANSIRANJA .....</b>               | <b>28</b> |
| <b>2.4. ULOGA I ZNAČAJ FINANSIJSKIH DERIVATA .....</b>      | <b>30</b> |
| 2.4a. Fjučersi .....                                        | 31        |
| 2.4b. Opcije.....                                           | 33        |
| 2.4c. Ostali finansijski derivati .....                     | 34        |

# TRŽIŠTE KAPITALA

## 1.0. Uvod

Teorija kapitala je sastavni deo teorije imovine i ona predstavlja centralno pitanje i srž političke ekonomije u okviru koje se detaljno i izučava.

Reč kapital potiče od latinske reči *caput*, što znači glava, odnosno od prideva *capitalis*-glavni. Kapital kao reč se prvi put pojavljuje u srednjem veku sa širenjem trgovačkog bogatstva i pojavom kredita. Ono što se obično tada, pa i danas podrazumevalo pod kapitalom jeste ukupnost dobara koja donose kamate.

Kao trgovina kapitala smatra se trgovina likvidnim novcem raspoloživim u roku dužem od jedne godine. Drugim rečima, tržište kapitala predstavlja institucionalno organizovani prostor sa svim potrebnim elementima neophodnim za njegovo funkcionisanje u tačno određenom vremenu, kao i pravila i uzanse ponašanja učesnika.

Osnovan funkcija tržišta kapitala je upravo ta da vrši stalno okupljanje imaoaca i tražioca kapitala na određenom mestu i u određeno vreme.

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

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

Efikasnost tržišta kapitala svake zemlje pod uticajem je:

- akumulirane štednje,
- razvijenosti bankarskog sistema,
- podsticaja štednje poreskom politikom zemlje,
- razvijenosti dugoročnih HoV,
- razvijenosti berzi na kojima se trguje dugoročnim HoV,
- efikasnost tržišta novca,
- ukupne stabilnosti zemlje i
- samog tržišnog ambijenta i njegove razvijenosti.

## 1.1. PONUDA KAPITALA

Ponudu kapitala predstavljaju sva raspoloživa movcana sredstva u dužem roku od godne dana. Pri tom, ovde mislimo na svu sumu kapitala koji potiče iz nekoliko izvora, kao što su:

- svi vidovi štednje, kao odložena potrošnja
- svioblici transformacije mobilisanog novca u kapital banaka i
- zajmovi u inostanstvu

Smatra se da je najvažniji primarni izvor kapitala – onaj koji potiče iz štednje, kao odložene potrošnje društva.

**Štednja**, kao odložena potrošnja društva, se formira u sektoru stanovišta i u okviru privrednog i društvenog sektora zemlje. Kolika će biti ta dužina odlaganja trošenja zavisi od niza objektivnih i subjektivnih faktora, od kojih su najznačajniji sledeći:

- Stopa ostatka ličnog dohotka i akumulacije
- Stopa očekivanog prihoda u budućnosti
- Step razvijenosti instrumenata za stimulisanje štednje

Obim štednje zavisi od mnogih okolnosti. Ovde navodimo najvažnije:

- primanja stanovništva i njihova motivisanost da štede
- visina i raspodela neto dobitka, kao novostvorene vrednosti i
- funkcionisanje sekundarnog tržišta HoV.

Primanja stanovništva i njihova motivisanost da štede u direktnoj je zavisnosti od drugog činioca, tj. od visine i raspodele ostvarenog neto dobitka. Veća masa neto dobitka osnovna je pretpostavka većih primanja, tj. zarada zaposlenih i pri neizmenjenim uslovima raspodele. Motivi za štednju građana značajna su činilac štednje. Smatra se da jači motivi za štednju smanjuju fleksibilni deo tekuće potrošnje i povećavaju štednju. Sama motivisanost može biti materijalna i nematerijalna. Materijalni motivi pojedinaca su izraženi u želji za bogaćenjem i kapitalisanjem radi uvećanja lične imovine, kao i radi bolje i srećnije budućnosti svoje porodice. Od nematerijalnih motiva treba pomenuti želju pojedinca da

odlaganjem današnjeg trošenja obezbedi sebi srećniju, bezbedniju i bolju budućnost. Najveći broj autora smatra da su materijalni motivi jači od nematerijalnih, jer snažnije podstiču štednju stanovništva.

Postoje i motivi štednje privrednog sektora. Oni su raznovrsni i mnogobrojni: ostvarenje prihoda po osnovu štednje, održavanje dostignutog nivoa konkurentske prednosti uz permanentnu modernizaciju i usavršavanje svoje tehnologije, ostarivanje finansijske samostalnosti i nezavisnosti, korišćenje određenih beneficija i poreskih olakšica, itd. A primarni motivi štednje javnog sektora su: ostvarivanje ciljeva ekonomske politike, stvaranje uslova za stabilan privredni razvoj, ostvarivanje ciljeva socijalne politike i društvene nadgradnje, ostvarivanje prihoda po osnovu štednje, itd. Pored ovih stimulativnih, postoje i destimulativni faktori štednje, kao što su: politička, ekonomska i monetarna nestabilnost, nekonzistentan i nestabilan poreski sistem, administrativna i nestabilna politika kamatnih stopa, nerazvijenost finansijsko – bankarskog sistema, itd.

Visina i raspodjela neto dobitka je veoma važno pitanje kojim treba da se bavi menadžment preduzeća. Menadžment, pored toga što mora istrajavati u borbi za povećanje neto dobitka, podjednako dosta mora da radi i na usavršavanju metode za njegovu raspodjelu. Ako je to za preduzeće uslov opstanka, rasta i budućnosti razvoja i ako mu veći ostvareni neto dobitak znači mogućnost da se pri njegovoj raspodjeli više izdvaja za jačanje materijalne osnove – kapitala, onda je to i sasvim razumljivo. Osnovni moto veće akumulacije neto dobitka treba tražiti u mogućnosti za:

- veću i bržu supstituciju pozajmljenog kapitala sopstvenim,
- jačanje snage sopstvenog kapitala radi povećanja konkurentske sposobnosti i ubrzanja rasta i razvoja preduzeća,
- stalno povećavanje finansijske samostalnosti i
- smanjivanje finansijskog rizika.

Funkcionisanje sekundarnog tržišta HoV može uvek značajno da doprinese povećanju raspoloživih oblika štednje, jer svi vlasnici slobodnog kapitala imaju široku mogućnost ulaganja u dugoročne HoV različitih stepena rizika i stope prinosa na kapital. To zato što putem kupoprodaje mogu lako menjati strukturu svog portfelja dugoročnih HoV i tako brzo dolaziti do gotovine. Postoji mnogo različitih:

- dugoročnih HoV
- prava po osnovu dugoročnih HoV,
- izdavalaca
- stopa prinosa
- rizika u vrednosti pojedinih dugoročnih HoV na sekundarnom tržištu, pa na brzim konvertovanjem jednih u druge HoV ili gotovinu, stvara uslove da mali vlasnici kapitala postaju investitori – suvlasnici preduzeća, što samo povećava motive za štednju.

Drugi značajan izvor kapitala je **Transformacija mobilisanog novca u kapital banaka**.

Ovaj izvor je isključivo rezultat "prerađivačke funkcije", bankarskog finansijskog sektora, koji je u mogućnosti da ogromne iznose štednje, koja se nalazi na štednim računima banaka u tzv. likvidnoj formi, delimično koristio kao kapital, a da se pri tome banka ne izloži riziku nelikvidnosti.

Drugim rečima, **transformacija mobilisanog novca u kapital banaka** je uslov stalnog jačanja tržišta kapitala, jer banke jačaju svoju pasivu mobilisajući novac u depozite. Ti depoziti po ročnosti su različiti: po viđenju, preko onih do nekoliko nedelja, meseca i godina. Samo oni depoziti raspoloživi preko godinu dana su sa karakterom kapitala. Banka može preraditi novac u kapital. To redovno čini plasirajući sve depozite ročnosti do godinu dana njihovom transformacijom u kapital. Da bi u tome uspela banka nastoji da ima više:

- deponenata,
- oročenih depozita i
- međusobno poslovno povezanih deponenata po viđenju.

Očekivanja su banke da ima maksimalan broj deponenata koji su međusobno poslovno povezani i sa oročenim depozitom, jer su tada veće i mogućnosti da će depoziti biti održavani istom nivou, ili da će rasti. Naime, tada postoji mogućnost različitih rokova dospeća mnogih poslovno povezanih deponenata u međusobnim trgovanjima, jer će se trgovati bez izlaska novca iz banke. Sve to daje za pravo bankama da će u svojim u svojim računicama uspeti u transformaciji postojećih depozita u kapital, radi njegovog plasmana u vidu dugoročnih kredita i povraćaja u vidu novog kapitala kao dugoročnog izvora finansiranja. Ako pored svih prduzetih mera dođe do povećanog podizanja novca sa depozita nego što je razlika između ukupnih depozita i dugoročnih plasmana pokrivenih tim depozitima, banka rizikuje da uđe u zonu nelikvidnosti i ako ne reši pravovremeno taj problem ide u sanaciju ili u bankrotstvo.

Motivi banaka da transformacijom vrše pretvaranje novčanih dokumenata u kapital su u obezbeđivanju većih kamata na dugoročne u odnosu na kratkoročne kredite. Razloge za takvo ponašanje treba tražiti u činjenici da je:

- rizik naplate kredita-plasmana proporcionalan dužini roka njegove naplate,
- dugoročno kreditiranje praćeno sa povećanjem svih troškova,
- ako je reč o hipotekarnoj garanciji za odobreni kredit piranje njegove naplate hipotekom je: može li založena stvar u prodajnom da pokrije tangirani kredit i sl.

Pribavljanje kapitala u inostranstvu vrši se najčešće u vidu kredita i ulaganjem u domaća preduzeća na valsničkoj osnovi. Pribavljanje kapitala na ovaj način vezano je za profitabilnost ulaganja u domaća preduzeća, ta za sigurnost i stabilnost makroekonomskog i političkog sistema zemlje.

Pribavljanje kapitala iz inostranstva kreditnim putem u trenutku pribavljanja povećava domaću ponudu kapitala, dok je u trenutku povraćaja smanjuje. Zaduživanje putem kredita nosi rizik svake vrste, a pre svega zbog:

- ekonomske zavisnosti od sveta, zbog prevelike zaduženosti,
- opasnosti od inflatornih gubitaka, te radi inflacije troškovnog karaktera.

Dok se pribavljanjem kapitala putem inostranih kredita povećava domaća ponuda kapitala, a pri povraćaju ista smanjuje, dotle se pri pribavljanju kapitala na vlasničkoj osnovi ponuda kapitala samo povećava, a ne smanjuje, jer nema otplate i povraćaja glavnice uloženog kapitala.

Ukupno formirani kapital po navedenim osnovama ne čini ponudu kapitala na tržištu. Ona se samo smanjuje za iznos samofinansiranja realne aktive vlasnika kapitala. Isto važi i za pojednice, kad formirani kapital iz odložene tekuće potrošnje ulažu u kupovinu trajno potrošnih dobra (stan, kuća, mehanizacija poljoprivrednika i sl.). Taj deo kapitala ide na uštrb ukupne ponude kapitala na tržištu.

Neki autori ukupnu ponudu kapitala na tržištu kvantifikuju obrascem:

$$PK = FK + MK - IK - AK$$

**PK** – ponuda kapitala

**FK** – ukupno formirani kapital

**MK** – ponovo aktivirani kapital u dugoročne HoV

**IK** – odliv kapitala otplatom inokredita i dividendi

**AK** – uloženi kapital domaćih vlasnika

Ostvarenje dobiti izražene u novcu centralni je problem svakog savremenog društva. To se postiže efikasnošću u korišćenju svih faktora razvoja među kojima je i novac. Faktori proizvodnje su: stanovništvo i ljudski potencijal, prirodni resursi i klima, instalirana osnovna sredstva, infrastruktura, veličina zemlje, geopolitički položaj, kultura i dr. a među kao posebanali kao vrlo značajan faktor koji omogućava efikasno korišćenje drugih u tržišnoj privredi jeste novac (finansije).

Ako dovoljno ne poznajemo razvojne faktore i različite načine njihovog korišćenja nećemo moći realizovati do kraja, mereno količinski i vremenski, postavljene ciljeve privrednog i društvenog razvoja. To važi posebno za novac i finansije.

Kamata predstavlja cenu korišćenja finansijskih sredstava – kreditnih i novčanih resursa na finansijskom tržištu. Ona je i cena za žrtvovanje, odnosno za odricanje sadašnje na račun buduće potrošnje. Uz to, novac je i veoma značajan faktor proizvodnje, on se ulaganjem oplođuje, donosi profit, pa je i to razlog da ima svoju cenu korišćenja u vidu kamate.

Štediša koje raspolažu slobodnim novčanim sredstvima prodaju njihovu upotrebu, tj. ustupaju ih u određenom roku onim licima kojima ta sredstva nedostaju uz ugovaranje perioda korišćenja sredstava i naknade za to, u vidu kamata. Otuda se i štednja definiše kao deo tekućeg dobitka koji se žrtvuje, odgovarajuću kamatu, koja se za to dobija u cilju povećanja imovine u budućem periodu.

Visina kamate zavisi od brojnih faktora među kojima su najznačajniji ponuda i tražnja novca i kapitala i profit koji se dobija plasmanom kapitala, ali i od stope prinosa realnih investicija, kretanja cena, špekulativnih transakcija idr.

Treba imati u vidu da cisina kamate najviše zavisi od tražnje kredita, tj. od klime za investiranje. S druge strane, za debitore je kamata trošak investiranja, jer mora da se plati kreditoru. Time ona umanjuje profit debitora. Što je kamat veća, profit je manji i obrnuto, mada na profit deluju i veoma brojni drugi faktori (produktivnost, ekonomičnost, rentabilnost itd.)

## 1.2. OBLICI KORIŠĆENJA KAPITALA

Osnovni oblici korišćenja kapitala su zajmovni kapital i valsnički-akcijski kapital. Zajmovni kapital je oblik korišćenja kapitala u kome se korisnik kapitala – preduzetnik javlja u ulozi dužnika, a vlasnik kapitala u ulozi poverioca, pri čemu se između njih stvara kreditni odnos. Ovaj kreditni odnos može biti direktno uspostavljen između vlasnika i korisnika, a može i indirektno preko posrednika – banke ili neke druge finansijske organizacije. Zajmovni kapital može se pojaviti u obliku: investicionog kredita, hipotekarnog kredita i dugoročnog zajma. Pod **investicionim kreditom** podrazumevamo svaku vrstu dugoročnog kredita bez obzira na namenu, način korišćenja, odobravanja i vraćanja, a koji za obezbeđenje od kreditnog rizika nema hipoteku, već neko drugo pokrće. **Hipotekarni kredit** predstavlja samo onu vrstu dugoročnog kredita koji je od kreditnog rizika obezbeđen hipotekom.

Osnovne karakteristike dugoročnog kredita, koje ga i razlikuju od kratkoročnog kredita su sledeće:

- Dugoročni karakter zajmovnog kapitala predstavlja njegovu osnovnu karakteristiku. Rok otplate dugoročnog kredita kreće se i od 70 godina, što zavisi od individualne sposobnosti korisnika zajma da uredno vraća isti.
- Veći stepen rizika je druga karakteristika dugoročnog zajma i ona predstavlja logičan nastavak njegove prve karakteristike. Što je rok otplate kredita duži, utoliko je stepen naplate rizika veći, i obrnuto. Ovde se pre svega misli na kreditni, kamatni i kursni rizik. Kreditni rizik znači nemogućnost naplate potraživanja u dogovorenom roku. Kamatni rizik označava promenu kamatene stope na tržištu u odnosu na dogovorenu. Kursni rizik se javlja u slučaju deviznih kredita, tako da ukoliko je ugovor zaključen u nekoj stranoj valuti, itekako postoji mogućnost promene intervalutarne domaće valute u odnosu na konkretnu valutu iz ugovora.
- Veća cena koštanja predstavlja rezultantu prve dve karakteristike. Na tržištu je uobičajena pojava da je kamata na dugoročne kredite veća od kamate na kratkoročne kredite za 1% do 6% , a nekada i više. Razlozi povećane kamatne stopesu, osim stepena rizika i dugoročnosti, visoki troškovi emisije i plasmana hartija zajmovnog karaktera, visoki troškovi utvrđivanja boniteta korisnika kredita, visoki troškovi upravljanja i rukovanja založnim materijalom, visoki troškovi unovčavanja potraživanja po osnovu ovih kredita, stanje ponude i tražnje na tržištu kapitala itd.



- Neatraktivnost sa aspekta bankarskog poslovanja rezultat je bankarske subjektivnosti. Osnovna karakteristika većine bankarskih poslova u savremenim uslovima privređivanja je njihova tipizacija i automatizacija. Ovo pravilo ne važi za dugoročne kredite, koji svaki za sebe predstavljaju poseban slučaj. Njih dalje karakterišu: visok stepen rizika, prevelika zavisnost od boniteta dužnika, dugoročna imobilizacija značajnih sredstava svog kreditnog potencijala, itd.
- Odsustvo dominantnog uticaja monetarne vlasti i regulativne uloge centralne banke je, takođe, značajna karakteristika zajmovnog kapitala. Za razliku od tržišta novca, gde centralna banka ima dominantan položaj, njena uloga na tržištu kapitala je marginalna. To daje prostora nekim učesnicima na tržištu kapitala da ostvaruju ekstra profite i monopolski položaj.

### 1.3. ULAGANJE U AKCIJE ILI AKCIONARSKI KAPITAL

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

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

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

- Dostignuti stepen razvoja i samostalnosti je, takođe, značajan faktor pri opredeljenju za akcijski ili zajmovni kapital. U slučaju kada korisnik kapitala obeleži trend stabilnog i uspešnog razvoja baziranog na sopstvenim patentima visoke tehnološke vrednosti, njegovo logično opredeljenje bilo bi za zajmovnim, a ne akcijskim kapitalom.
- Trenutna kotacija kursa sopstvenih akcija značajan je faktor pri izboru izvora dodatnih sredstava za potrebe preduzetnika. Ukoliko je tekuća tržišna cena akcija veća od njene nominalne vrednosti, realno je očekivati donošenje odluke o obezbeđenju dodatnog kapitala emisijom akcija.
- Tekući uslovi na tržištu kapitala pod kojima se mogu obezbediti akcijski i zajmovni kapital predstavljaju vrlo važan faktor opredeljenja preduzetnika za jedan ili drugi oblik kapitala.
- Poreska politika i sistem olakšica predstavljaju važan faktor pri izboru konkretnog oblika obezbeđenja nedostajućeg kapitala. Npr. ukoliko postoje poreske olakšice za vlasnike obveznica, logično je očekivati da će na tržištu kapitala postojati značajna tražnja za njima, tako da će preduzetnici više pribegavati pribavljanju zajmovnog kapitala, i obrnuto.

Za akcionarstvo je neophodno da se ispune osnovni uslovi i to da postoji:

- Firma koja se osniva, odnosno ukoliko je već osnovana i radi želi da proširi svoje operacije i da pribavlja novčana sredstva za to putem akcija
- Subjekat – pravna i fizička lica koja žele svoj kapital da ulože u akcije, svesni rizika ali i moguće dobiti i koji su dobro informisani i ubeđeni da će preduzeće u koje ulažu uspešno poslovati i ostvariti solidan profit na dugoročnoj osnovi
- Razvijeno tržište kapitala odnosno dugoroni hartija od vrednosti i u okviru njega berza akcija na kojoj se vrši ponuda i tražnja, odnosno prodaja i kupovina akcija po tržišnoj ceni koja se formira na bazi uspeha preduzeća u kome su akcije uložene, odnosno u zavisnosti od dobiti na te akcije.

Akcijama (deonicama) se po pravilu pribavljaju novčana sredstva. Iznos sredstava koji je potreban za osnivanje i rad deoničarskog društva određuju osnivači, imajući u vidu ciljeve i zadatke društva te potreban iznos sredstava na njihovo ostvarivanje. Akcije – deonice se mogu emitovati i posle osnivanja društva, kao nova emisija za proširenje njegove delatnosti.

## 1.4. UČESNICI NA TRŽIŠTU KAPITALA

Osnovni učesnici na tržištu kapital su pre svega:

- Građani kao pojedinci koji imaju potrebe za trajno potrošnim dobrima (stan, kuća, auto, oprema za domaćinstvo, uređaji za poljoprivredu isl.)
- Preduzeća sa idejom za povećani obim poslovanja, a bez dovoljno sopstvenog kapitala
- Vlasnici i korisnici kapitala (investitori i preduzetnici)
- Banke i druge finansijske organizacije koje imaju ideju za povećanje plasmana, a nemaju kapital
- Država i druge javne organizacije sa idejom za ulaganje, ali bez kapitala.

Prema već rečenom ovde smo praktično potvrdili činjenicu da su oni istovremeno i nosioci ponude kapitala na istom tržištu.

U zemljama gde funkcioniše tržište kapitala u ulozi investitora, tj. ponuđača kapitala mogu se javiti svi vlasnici kapitala: građani kao fizička lica, privredni subjekti, država i paradržavne organizacije i institucije i bankarsko-finansijske organizacije svih oblika i vrsta. Prema tome, osnovni izvor kapitala je štednja. Podaci pokazuju da je u svim zemljama, po pravilu, najveći ponuđač kapitala stanovništvo.

Kao korisnici kapitala javljaju se preduzetnici koji žele da krenu u realizaciju određenih projekata, ulažući u buduću proizvodnju, pre nego što su prikupili ili uštedeli u dovoljnoj količini sopstveni kapital, a tržište kapitala im pruža mogućnost da pribave dodatni tuđi kapital u vidu zajma ili u obliku vlasničkog kapitala, kroz direktno ulaganje investitora. Odluka korisnika kapitala zasniva se na računu rentabilitet, odnosno oceni da li njegov projekat može biti rentabilan uz plaćanje određene kamate po osnovu korišćenja tuđeg kapitala.

Tržište kapitala omogućava brzu i spešnu promenu pozicije učesnika od korisnika kapitala u investitora i obrnuto, tako da se svaki učesnik može relativno brzo i lako naći u jednoj ili drugoj ulozi, zavisno od svojih ciljeva, ličnih potreba i opredeljenja. Korisnici kapitala potiču iz istih sektora kao i vlasnici kapitala, pri čemu se u ulozi korisnika pojavljuju oni koji imaju određene preduzetničke ideje i aktivnosti, ali nemaju dovoljno sopstvenog kapitala potrebnog za realizaciju tih poslovnih ideja i poduhvata. Po pravilu kao korisnici kapitala najčešće se javljaju privredni i javni sektor. Ukupan iznos kapitala koji se trži od strane svih korisnika čini tražnju na tržištu kapitala, a ukupan iznos korišćenog kapitala u određenom vremenskom periodu čini realizovanu tražnju, koja je samo u teorijski idealnim uslovima jednaka ukupnoj tražnji.

Grupu specijalizovanih finansijskih organizacija čine dileri i brokeri. Posebna pažnja biće posvećena berzama i državi, kao učesnicima na tržištu kapitala.

## 1.5. BERZE I BERZANSKO POSLOVANJE

Berza efekata predstavlja u institucionalnom i organizacionom smislu reči organizovan prostor, stroga pravila poslovanja, precizna pravila ponašanja učesnika i druge opšte elemente i karakteristike tržišnog privređivanja. Roba kojom se trguje nije stvarno prisutna, ali zato mora biti standardizovana i jasno određiva. Pod pojmom berza može se podrazumevati i sama zarada u kojoj je berza, zatim i sam berzanski sastanak, skup berzanskih poslova, a često se pod tim misli uopšte i na ljude i ustanove koji se bave berzanskim poslovanjem.

Berza je institucija organizovanog savremenog tržišta – organizovani prostor na kome se obavlja kupovina i prodaja određene vrste robe. Samo ime berza ima više tumačenja: neki smatraju da potiče od francuske reči **''bourse''**, koja je označavala mesto gde su se sastajali trgovci još početkom XV veka, neki od italijanske reči **''borsa''**, što znači kesa ili novčanik, drugi smatraju da ovaj termin vodi poreklo do grčke reči **''byrsa''**, što znači oderanu kožu, a neki misle da naziv vodi poreklo od imena bogate porodice **Van der Burse** iz Briža, ispred čije kuće se u srednjem veku nalazila jedna od prvih berzi.

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

**Efektne berze** predstavljaju deo finansijskog tržišta na kome se nudi i traži finansijski kapital, naime, one predstavljaju moderno organizovan tržišni mehanizam, institucije o kretanju kurseva efekata imaju prvorazredan značaj za vođenje poslovanja politike svih subjekata, ali i za vođenje makroekonomske politike. Stabilnost kretanja na ovoj berzi osnova je stabilnosti celokupne ekonomije, i obrnuto. Kontinuitet berze efekata je neophodan radi očuvanja likvidnosti hartija, bez koje bi se teško mogla privući slobodna sredstva investitora. Zahvaljujući ovoj funkciji vlasnici portfelja hartija vrlo brzo mogu da menjaju smer i strukturu svoje imovine, uz ostarenje određenih dobitaka ili gubitaka u zavisnosti od cena efekata na tržištu, kada se vrši njihova kupovina ili prodaja. Osnovne karakteristike berzi efekata su sledeće:

- Berzanski poslovi obavljaju se posredstvom predstavnika i posrednika, ili neposredno među članovima berze;
- Članovi berze mogu biti samo registrovani berzanski trgovci ili berzanski posrednici,
- Berzanski poslovi podležu kontroli berzanskih organa i uprave, kao i nadzoru države i njenih organa,
- Poslovi su organizovani na najbrži mogući način putem uvođenja elektronskih sistema.

Učesnici na berzi efekata su profesionalna lica, koja se bave trgovinom efekata. To mogu biti samo ona lica koja imaju dozvolu od strane nadležnog berzanskog organa. Među berzama efekata postoje određene razlike sa aspekta organizacione forme, koje se odnose pre svega na: formu i način osnivanja, sticanje statusa člana berze, načinu upravljanja i kontrole, ulogu države i centralne banke i načina poslovanja. U skladu sa napred navedenim razlikama iskristalisala su se tri osnovna tipa berzi efekata, i to:

**Berza efekata anglosaksonskog tipa**, koja predstavlja privatnu instituciju osnovanu kao akcionarsko društvo. Broj članova berze je unapred utvrđen i novi članovi se primaju samo na slobodna mesta putem kooptiranja.

**Berza efekata kontinentalnog tipa** ili kako se još naziva i francuski tip berze je javno-pravnog karaktera. Osniva se na osnovu posebnih zakona. Broj članova berze nije fiksiran i njega utvrđuje država. Članove berze imenuje i postavlja, takođe, država.

**Berza efekata mešovitog tipa** predstavljaju mešavinu anglo-saksonskog i kontinentalnog tipa berze. Ove berze osniva država, ali se u ulozi njenih članova mogu javiti samo banke i druge finansijske organizacije. Broj članova nije ograničen, a prijem novih članova vrše banke.

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

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

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

U zavisnosti od toga koja vrsta poslova preovladava u ukupnim poslovima i ima dominantni karakter, razlikujemo:

- **Promptne berze** – imaju za predmet trgovanja promptne berzanske poslove, u kojima se obaveze iz posla izvršavaju neposredno posle zaključenja posla, i
- **Terminske berze** – imaju za predmet trgovanja terminske berzanske poslove, u kojima se obaveze između kupca i prodavca izvršavaju u nekom unapred utvrđenom kasnijem roku, ili unutar nekog budućeg vremenskog perioda koji je fiksiran krajnjim rokom dospeća.

Sa stanovišta tehnologije i načina rada, kao i sa aspekta tehnološke opremljenosti, sve berze efekata se dele na :

- **Klasične berze**, koje se zasnivaju na postojanju suženog berzanskog prostora, pri čemu se trgovanje vrši metodom aukcije i izvikivanja, i
- **Elektronske berze**, koje su u potpunosti kompjuterizovane. Prilikom obavljanja berzanskih transakcija nema uzvikivanja, već se radi u tišini.

Ono što je zajedničko za sve berze, bez obzira na njihov tip, je da sve učesnike možemo svrstati u tri osnovne grupe, i to:

*Berzanske posrednike i mešetare*, koji se na engleskom zovu brokeri, na nemačkom makleri ili senzali, a na francuskom courtiers, a svi zajedno čine grupu inertnih učesnika na berzi.

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

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

Uspešnost ili neuspešnost berze ogleda se u tome koliko je promet kapitala na njoj, kakva je stabilnost cena efekata i u opšte kakva je njena stabilnost. 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.

### 1.5a. Najznačajnije svetske berze

**Njujorška berza**, osnovana je 1817.godine. Danas Njujorška berza ima 1.366 člana. Broj članova se nije menjao od 1953.god. uprkos enormnom porastu obima trgovine. Na Njujorškoj berzi izdiferencirale su se četiri glavne grupe članova Berze. To su: berzanski brokeri, berzanski trgovci, specijalisti i članovi van ringa.

**Londonska berza**, konstituisana je 1802. godine u cilju olakšanja i ubrzanja trgovine akcijama i u cilju smanjenja rizika. Osnovni učesnici na Londonskoj berzi bili su brokeri i džoberi, koji su imali sasvim odvojene funkcije. Džoberi su radili kao dileri, dok su brokeri radili u ime i za račun svojih klijenata, za šta su dobijali fiksnu proviziju.

**Tokijska berza** jedna od najznačajnijih berzi u svetu zahvaljujući posleratnom snažnom privrednom razvoju i visokoj stopi investiranja u Japanskoj privredi. Na berzi rade dve vrste članova : regularni članovi i saitori. Regularni članovi su kompanije čija glavna aktivnost je kupovina i prodaja akcija na "parketu" Berze. Saitori mogu samo da posreduju između regularnih članova berze.

**Pariska berza** u vreme kada svetske berze postižu rekord za rekordom može da ponudi dve realne prednosti: to je najlikvidnija berza u Evropi i najjeftinija u svetu. Na Pariskoj berzi registrovano je Prvo tržište, Drugo tržište i Novo tržište. Na Prvom tržištu na listingu se našlo 376 akcija francuskih kompanija, 178 akcija inostranih kompanija, 1.847 domaćih obveznica i 1.349 inostranih obveznica i varanta. Na Drugom tržištu broj domaćih akcija iznosio je 307, inostarnih akcija 1, francuskih obveznica 49, dok inostranih obveznica i varanta nije bilo. Na Novom tržištu broj listiranih kompanija bio je znatno manji, tako da je domaćih akcija bilo 34, inostranih akcija 4, domaćih obveznica 1, a inostranih obveznica i varanta nije bilo.

**Nemačka berza** funkcioniše kao akcionarsko društvo. Ima zapaženu ulogu u unapređenju tržišne organizacije i infrastrukture. Tržišna segmentacija Nemačke berze ima za cilj da kreira standardizovane usloe za kompanije, čijim akcijama trguje. Nemačke državne obveznice, nominovane u markama bile su reper na evropskom tržištu obveznica. Krajem 2000.godine na listingu Nemačke berze bilo je 1.088 domaćih kompanija, čija je tržišna kapitalizacija iznosila 1.353 milijardi eura.

### 1.5b. Beogradska berza

Do osnivanja Beogradske berze dolazi 1894.god., kada je i održana prva skupština, dok je sa radom otpočela 02.01.1895.god. Na Beogradskoj berzi se poslovalo efektima, valutama, devizama i robom. Na Beogradskoj berzi postojao je kontinuiran ali neravnomran porast obima prometa. Beogradska berza bila je samostalna, privatna institucija čija je zakonitost rada bila pod državnom kontrolom. Na Beogradskoj berzi obavljani su i promptni i terminski poslovi

Berza je osnovana sa ciljem:

- da unapredi, olakša i reguliše promet tržišnog materijala
- da obezbedi, izgradi i unapredi poštene i pravične principe trgovine na Berzi
- da javnost redovno informiše o aktivnostima na Berzi.

Berza obavlja sledeće poslove: registruje tržišni materijal kojim se trguje na berzi, obezbeđuje uslove za trgovinu tržišnim materijalom, povezuje ponudu i tražnju tržišnog materijala, evidentira poslove kupoprodaje tržišnog materijala zaključene u regulisanoj vanberzanskoj i slobodnoj vanberzanskoj trgovini, utvrđuje obaveze i vrši poravnanje obaveza po osnovu poslova zaključenih na Berzi, itd.

Beogradska berza organizovana je kao akcionarsko društvo i njena organizaciona struktura je zasnovana na principima firmi članica, što znači da se trgovanje na njoj odvija preko brokera članova Berze. Član berze može biti samo pravno lice koje je registrovano kao berzanski posrednik i koje ispunjava uslove utvrđene Statutom Berze. Član Berze može biti banka, poštanska dtedionica i osiguravajuće društvo.

Članovi berze posluju preko svojih ovlašćenih brokera. Broj članova berze nije ograničen.

## 1.6. ULOGA DRŽAVE NA TRŽIŠTU KAPITALA

Priznavanje države kao aktivnog učesnika na finansijskom tržištu nipošto nije administrativno-birokratske prirode, niti je u pitanju nešto što bi moglo da se svrsta u kategoriju etatizma. Država kao učesnik na finansijskom tržištu ima posebno mesto i značaj, što proističe iz njene specifične uloge u nacionalnoj ekonomiji uopšte. Država na tržištu kapitala javlja se u ulozi: investitora, korisnika kapitala, regulatora i kontrolora. Država kao investitor ili korisnik, može se javiti u ulozi investitora ili korisnika kapitala istovremeno u ove uloge zajedno, tj. kao investitor i korisnik.

Regulacija finansijskog tržišta ima dva cilja:

- održavanje konkurencije među učesnicima
- zaštita investitora od prevara i zloupotreba

U savremenim tržišnim uslovima državna regulativa na tržištu kapitala mora u sebi sadržati određene pozitivne karakteristike i odbrambene mehanizme. Neke od njih su:

- državna regulativa mora biti **objektivna i neutralna**, tj. ona u svojoj ukupnosti i dejstvu ne sme zastupati pojedinačno ničije interese.
- državna regulativa mora biti **nezavisna i autonomna** i to kako od strane ostalih učesnika na tržištu, tako i od same države.
- državna regulativa mora biti **efikasna tj. uspešna**.

Sve instrumenta pomoću kojih država ostvaruje regulativnu funkciju možemo podeliti u tri osnovne grupe: zakonska regulativa, osnivanje i rad odgovarajućih organa i komisija i instrumenti zaštite.

**Zakonsku regulativu** čine zakonski propisi i razna podzakonska akta kojim se pravno regulišu sva relevantna pitanja sistemskog karaktera u oblasti rada i funkcionisanja tržišta kapitala. Poseban značaj imaju zakoni i drugi propisi koji regulišu sledeća pitanja: organizaciju, funkcionisanje, prava i obaveze bankarskih i drugih finansijskih organizacija na tržištu kapitala, isl.

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



**Instrumenti zaštite interesa investitora** su značajan deo regulative i oni imaju posebnu ulogu u stvaranju tzv. javnog mnjenja i odnosa investitora prema kupovini emitovanih efekata. Ovi instrumenti posebno su značajni u onim nacionalnim ekonomijama u kojima posotoje mlada tržišta kapitala i na kojima je potrebno zadobiti poverenje ogromnog auditorijuma investitora. Jedan od najznačajnijih instrumenata iz ove grupe je **prospekt**, koji se prilaže Komisiji za registraciju emisije hartija od vrednosti, ali se ni u kom slučaju ne sme shvatiti da se prospekt izrađuje samo za njene prospekte. Prospekt u stvari predstavlja razlgednicu emitenta koja služi kao sredstvo propagande, jer informiše javnost o kvalitetima emitenta koji treba privuku investitore.

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

- kontrola primene svih zakonskih i podzakonskih akata
- kontrola i nadzor nad radom i funkcionisanjem berzi i njenih organa preventivno preko berzanskih inspektora i naknadno preko ovlašćenih revizora
- kontrola portfelja hartija od vrednosti, tj. depoa gde se čuvaju hartije
- kontrola svih vrsta informacija, a posebno onih koje su saopštene javnosti u obliku prospekta, itd.

Zakonodavna i kontrolna funkcija države u održavanju i sprovođenju finansijske discipline je presudna za normalno funkcionisanje finansijskog tržišta. Prema tome, u savremenim uslovima privređivanja država je ta koja propisuje "pravila igre", uz istovremenu kontrolu njihove implementacije u praksi.

## 1.7. DUGOROČNE HARTIJE OD VREDNOSTI

Priprema izdavanja dugoročnih hartija od vrednosti sastoji se iz ogromne procedure u vidu utvrđivanja:

- koji obim kapitala pribaviti emisijom i prodajom dugoročnih hartija od vrednosti
- koje dugoročne hatrije od vrednosti emitovati s'obzirom na strukturu kapitala
- visine nominalne vrednostijedne dugoročne hatrije od vrednosti
- visine kamate za emitovanje dugoročnih obveznica, zapravo kolika će biti fiksna dividenda

- kako izvršiti prvu prodaju i kako ostvariti kontakte sa bankama i drugim finansijskim organizacijama čiji je posao posredovanje, odnosno investiranje u dugoročne hartije od vrednosti.

Za ove poslove preduzeća koriste se usluge profesionalnih kuća, a posle odluke u proceduru pripreme i emisije dugoročnih hartija od vrednosti uključuju se i posrednici – investitori.

Dva sistema zaštite investitora su:

- sistem sa maksimalno pouzdanim informacijama javnosti o bonitetu izdavaoca hartija od vrednosti i sl.
- sistem gde ovlašćeni organ na osnovu stručne ocene boniteta izdavaoca hartija od vrednosti daje odobrenje za emisiju dugoročnih hartija od vrednosti.

## 1.8. DEONICE (AKCIJE).

Prodajom ovog vida dugoročnih hartija od vrednosti deoničko (akcionarsko) društvo dolazi do sopstvenog kapitala kao dugoročnog izvora finansiranja. Prva prodaja emitovanih deonica (akcija) je prodaja na primarnom tržištu. Ukoliko se akcije prodaju iznad emisijne vrednosti, preduzeće dolazi do sopstvenog kapitala i to u visini nominalnog iznosa prodatih akcija uvećanog za premiju, koja predstavlja razliku između nominalne i prodajne vrednosti i zove se ažija ili emisijni dobitak.

Akcionarski kapital registruje nominalnu vrednost prodatih akcija, a premija kao Emisijna premija, s tim što se isti umanjuje za iznos posredničke provizije i svih troškova emisije deonica (akcija). Tako se u pasivi Bilansa stanja povećavaju pozicije Akcionarski kapital i Emisijna premija, a u aktivu gotovina na Tekućem računu. Akcije karakteriše to da imaju tri vrednosti: nominalnu, bilansnu i tržišnu. Nominalna vrednost ravna je emisijnoj vrednosti. Bilansna vrednost je veća od nominalne ako preduzeće u pasivi registruje Emisijnu premiju, Neraspoređeni dobitak i Rezerve u iznosu većem od gubitka registrovanog u aktivu Bilansa stanja. Tržišna vrednost akcija je cena po kojoj se akcije prodaju na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti.

Kupovinom akcija vlasnik postaje investitor – suvlasnik preduzeća – akcionar, jer je akcija (deonica) vlasnički papir. Na taj način vlasnik akcija za obaveze akcionarskog društva odgovara uložnim kapitalom u preduzeće kupovinom akcija (deonica).

Akcija (deonica) ima dva dela. U prvom delu, koji se zove plašt, naznačeni su: izdavalac akcije, vrsta akcije, nominalna vrednost, broj i serija akcije, datum i potpis izdavaoca. Može se izdavati i samo jedan papir za više akcija, ali se na njemu mora naznačiti koliko akcija (deonica) vredi. Drugi deo deonice predstavlja njen talon kupona za naplatu dividende koji sadrži: broj deonice, vreme za naplatu dividende i iznos.

Deonica (akcija) glasi na ime i na donosioca. U prvom slučaju na plaštu deonice upisuje se ime vlasnika, mada se na sekundarnom tržištu uglavnom susreću deonice na donosioca.

Kod prve prodaje akcija pri osnivanju akcionarskog društva kao protivu-vrednost pri kupovini akcija mogu se ulagati stvari, novac ili prava. U trenutku unosa ove se vrednosti procenjuju, a akcionarima izdaju akcije, koje važe do štampanja pravih akcija sa istim iznosom. Kao zvanične vrste akcija u ekonomskoj teoriji i prevrednoj praksi pojavljuju se: obične, preferencijalne i užitničke akcije

### **1.8a. OBIČNE AKCIJE**

Obične akcije su vlasnički papiri koji vlasniku ne garantuju prihod u vidu dividende. To mu pripada jedino ako preduzeće ostvari neto dobitak, i to ne ceo, jer se iz njega najpre izdvaja deo za tzv. fiksnu dividendu vlasnika preferencijalnih akcija. Nakon toga sledi odluka organa akcionarskog društva o tome koliko izdvojiti za društvo za povećanje sopstvenog kapitala i rezervi, a koliko za dividendu valsnika običnih akcija. Strukturu raspodele predlaže uprava, a odluku o tome donosi skupština ili upravni odbor društva. Ako društvo nije u stanju da isplati dividendu akcionarima, donosi se odluka o konvertovanju dividende u obične akcije po tržišnoj ceni i tako nastaju dividendne akcije koje uvećavaju akcionarski kapital društva.

U nekim privrednim tržišnim zemljama u svetu zakonom se ograničava izdavanje dividendnih deonica. Akcionari mogu na sekundarnom tržištu hatrija od vrednosti iste prodati i tako se lišavati vlasništva. Za svrhu lakše prodaje često se vrši deljenje akcija veće vrednosti na manji broj akcija. Razlika između dividendnih i deljenih akcija je minimalna i sastoji se u tome što dividende imaju pokriće u konvertovanoj akciji i akcionarski kapital, a deljene u ranije uplaćenom akcionarskom kapitalu.

Vlasnici običnih akcija snose potpuni rizik za poslovanje društva. Oni imaju pravo upravljanja društvom, dok pri likvidaciji najpre bivaju namireni poverioci, potom vlasnici preferencijalnih akcija i na kraju se, iz preostale mase, isplaćuju obični akcionari.

Tržišnu vrednost obične akcije teško je kvantifikovati. To bi bilo moguće jedino ako bi cena obične akcije u momentu prodaje i godišnja dividenda bile unapred poznate veličine. Tada bi se diskontovanjem ovih veličina na sadašnju vrednost dobila tražena vrednost obične akcije.

### **1.8b. PREFERENCIJALNE (POVLAŠĆENE) AKCIJE**

I preferencijalne akcije su vlasničke hartije od vrednosti i karakteristične su po fiksnoj dividendi i po tome da su vlasnici bez prava na upravljanje. Vlasnici ovih akcija isključeni su iz upravljanja društvom zbog fiksности dividendi i imaju pravo naknade nominalne vrednosti dividendi iz stečajne mase odmah po izmirenju obaveza poverilaca, a pre naknade na ime običnih akcija.

Preduzeća pribegavaju emisiji ovih akcija onda kada:

- je vlasnička struktura kapitala nepovoljna, pa preduzeće želi da preferencijalnim akcijama istu popravi privlačenjem onih investitora koji nisu spremni na rizik običnih akcionara u pogledu ostvarene dobiti i dividende, te povraćaja kapitala iz likvidacione mase i
- žele da izbegnu proširenje broja akcionara koji upravljaju društvom preko svojih organa.

Preferencijalne akcije mogu da budu sa pravom kumuliranja ili sa pravom participacije. Ako društvo nije u stanju da na vreme isplaćuje fiksnu dividendu bilo zbog gubitka, nedovoljno ostvarene dobiti ili nelikvidnosti tada se dividenda kumulira kao obaveza koja će biti isplaćena kada preduzeće bude finansijski sposobno za to. Ta isplata ide pre isplate dividende za obične akcije. U slučaju likvidacije društva kumulirana dividenda se isplaćuje zajedno sa nominalnom vrednošću preferencijalnih akcija iz likvidacione mase. Onda kada kumulirana dividenda ne može da bude isplaćena u dužem vremenu vlasnici ovih akcija uključuju se u upravljanje akcionarskim društvom, kada se i izjednačuju sa običnim akcionarima. Akcije sa pravom participacije su akcije koje vlasnicima, pored fiksne dividende, omogućuju i učestvovanje u raspodeli neto dobitka. One mogu biti konvertibilne – zamenljive za obične akcije. Korist za akcionarsko društvo od konvertibilnosti akcija su:

- ukidanje fiksne dividende i
- porast tržišne vrednosti običnih akcija diže imidž akcionarskog društva

Opozivost je takođe jedna od bitnih odlika preferencijalne akcije. Tu mogućnost utvrđuje društvo u momentu izdavanja, tj. utvrđuje pravo njihovog opoziva – otkupa po nominalnoj vrednosti uvećane za otkupnu premiju. Takvu mogućnost društvo koristi u uslovima kada stopa fiksne dividende pemašuje kamatnu stopu na pozajmljeni dugoročni kapital čime smanjuje svoje finansijske rashode.

### **1.8c. UŽITNIČKE AKCIJE**

Ove akcije se veoma retko izdaju. Nastaju u slučajevima kada akcionarsko društvo u želji da smanji akcijski kapital, vrši sporazumevanje sa običnim akcionarima da im otkupi akcije po nominalnoj vrednosti i da im za razliku između nominalne i tržišne vrednosti izda užitničke akcije. Na taj način akcionarsko društvo je smanjilo svoj kapital, jer se nominalna vrednost otkupljenih akcija knjiži zaduženjem računa. Pošto je smanjen broj prodatih akcija, smanjena je i dividenda. Vlasnici užitničkih akcija učestvuju u raspodeli neto dobiti posle isplate fiksne dividende i one koja pripada običnim akcionarima.

Praktično, ispada da društvo ne mora da isplati dividendu na užitničke akcije čak i kad ostvari neto dobit. Isto tako, i u slučaju likvidacij, užitničke akcije isplaćuju se iz stečajne mase na kraju: posle izmirenja obaveza prema poveriocima i prema preferencijalnim i običnim akcijama.

## 1.9. UPRAVLJANJE DIVIDENDOM

Upravljanje problemima koje obuhvata dividendna ima dugu tradiciju, kako u poslovnom tako i u stručnim okvirima. Ova tradicija je obeležena mnogim kontroverzama, u okviru kojih je uglavnom figuriralo pitanje: da li prihvaćeni obrasci isplate dividende od strane preduzeća imaju efekta na vrednost njenih akcija, odnosno na vrednost firme i bogatstvo akcionara. Dividendna politika pokušava naći adekvatno rešenje, odnosno kompromis u obliku dividendnog prihoda akcionarima, između zainteresovanih grupa koje utiču na poslovanje preduzeća. Kao i kod mnogih drugih problema optimizacije, tako i kod problema koje tretira upravljanje dividendom traženje adekvatnog rešenja je, traženje optimuma upravljanja finansijama, pri datom skupu ograničenja.

### Pojam, sadržina i način isplate dividende

Termin dividenda predstavlja jedan od najfrekventnijih termina koji prate kapitalni odnos. Pojam dividende, a posebno njena sadržina i metode, ostaju još uvek nejasni i dobrim delom zatvoreni u stručnim krugovima.

Dividenda predstavlja odliv sredstava iz preduzeć. Njena priroda suprostavljana je drugom delu neto dobitka, koji čini zadržanu dobit, koji u novom reproduktivnom krugu ima ulogu investicionih sredstava. Možemo reći da se ostvarena neto dobit preduzeća deli na dva dela čija je namena različita: jedan, koji čine sredstva za isplatu dividendi i drugi koji čine sredstva zadržana u preduzeću za investicione namene. Ovakvo uopštavanje moglo bi da stvori netačnu predstavu o tome da je svaka dividenda novac koji se obavezno troši, te da ne postoji način da se i dividenda reinvestira.

Ukoliko preduzeće odluči da isplati dividendu, onda to može učiniti na jedan od dva osnovna načina: u gotovini i isplati dividende novim akcijama. Ako preduzeće odluči da ne isplati dividendu, akcionarima može ponuditi otkup sopstvenih akcija, kako bi ostvarili koristi po osnovu pozitivnog poslovanja njihove kompanije. Izbor nekog od ovih načina ima svoju jasnu argumentaciju.

Isplata dividende u nadležnosti je skupštine akcionara preduzeća, a da li će ona biti isplaćena, u kojem iznosu, na koji način i slično, odlučuje skupština akcionara, na predlog uprave preduzeća. Skupština najpre razmatra i usvaja izveštaj nezavisnog revizora, koji, između ostalog, sdrži informaciju o ostvarenom neto profitu. Zato se, na skupštinama akcionara, tačka vezana za donošenje odluke o isplati dividende nalazi pri kraju dnevnog reda. Dan održavanja skupštine akcionara na kojoj je doneta odluka o isplati dividende smatra se kritičnim danom za utvrđivanje liste akcionara koji imaju pravo zadržavanja dividende od strane prethodnog vlasnika akcije, smatra se da pravo na isplatu dividende imaju svi akcionari koji su na dan održavanja skupštine bili vlasnici akcija datog preduzeća.

Pored pravno-zakonskih regula, vezanih za odlučivanje o dividendi, značajno je obratiti pažnju i na dinamiku isplate dividende. Ona se obično isplaćuje godišnje, polugodišnje ili kvartalno. To pitanje spada u nadležnost skupštine akcionara i vezano je za smanjenje administrativnih troškova u postupku isplate dividende.

Značajan uticaj na satisfakciju akcionara ima i kontinuitet isplate dividende. Zbog opasnosti da akcionari povuku enormne dividende iz preduzeća, propisan je način utvrđivanja sredstava raspoloživih za distribuciju akcionarima i tako postavljen limit ograničenje na visinu dividende. regulativa postavlja limite na postupak utvrđivanja sredstava raspoloživog iznosa za isplatu dividende kako bi se zaštitili kreditori preduzeća i drugi poverioci od ubrzanog povlačenja akcionarskog kapitala iz kompanije. Zakon propisuje da se dividenda akcionarima može isplatiti samo iz realizovanog neto dobitka, tj. neto dobitka iz poslovanja, uvećan za dobitak ostvaren po osnovu prodaje osnovnih sredstava. Svaki višak sredstava ostvaren revalorizacijom osnovnih sredstava predstavlja nerealizovanu dobit i ne može se raspodeljivati.

Sam kontinuitet isplate dividende, pored njenog iznosa, odraz je kvaliteta poslovanja preduzeća i uvek se ističe **''Ako planirate da kupite akciju zbog njenih dividendi, proverite da li će preduzeća biti u stanju da ih isplaćuje tokom recesije i loših dana''**.

Kako je visina raspoloživih sredstava za isplatu dividende zakonski propisana, veoma značajno pitanje predstavlja način raspodele tih sredstava. Za dividende se može upotrebiti čitav iznos neto dobitka preduzeća ili ne, i pored pozitivnog rezultata poslovanja. Traženje optimuma u raspodeli neto dobiti centralno je pitanje vođenja dividendne politike, kao elementa upravljanja finansijama.

### **Dividenda u funkciji procene akcija**

Dividenda je bitan činilac u proceni vrednosti akcija. O tome govori činjenica da je osnovni model za procenu akcija izveden upravo na osnovu dividende i kapitalnih zarada. Sadašnja vrednost akcija dobija se diskontovajem očekivane dividende i očekivane cene akcije na kraju perioda. Ovde je bitno primetiti da i dividende i kapitalne zarade predstavljaju očekivane vrednosti u računskom smislu.

Ako pretpostavimo da se dividenda u nekom preduzeću isplaćuje jednom godišnje, odnosno da vlasnik akcije čeka punu godinu pre primanja sledeće dividende, te da na kraju tog period akciju proda, tada je, sadašnja cena akcije ( $P_0$ ), izražena očekivanom dividendom na kraju tekuće godine ( $d_1$ ), plus očekivanom cenom akcije na kraju godine ( $P_1$ ) i ako su obe diskontovane.

Tražena stopa priznosa može se utvrditi upotrebom CAPM-a ili APT-a, koji tretiraju očekivane prinose u uslovima ravnoteže tržišta hartija od vrednosti.

## Politika i kontroverze dividende

Kao i druge politike, i ova predstavlja određeni metod ostvarivanja ciljeva. Cilj ove politike, najjednostavnije rečeno, jeste utvrditi optimalni iznos dividende. Definicija dividende politike su uglavnom slične i neznatno variraju u zavisnosti od obuhvata, aspekta i cilja koji se želi postići. Brealey i Myers ističu: Dividendnu politiku definišemo kao odnos između zadržanih zarada, s jedne strane, nasuprot isplati gotovine i emisiji novih akcija, s druge strane. U centru dividendne politike je traženje odgovora na jednostavno pitanje: koliki je optimalni obim dividende. Ovako jednostavno formulisan problem ipak podrazumeva vrlo komplikovan put u traženju odgovora, a svako prihvaćeno rešenje nosi ozbiljen posledice po buduće performanse preduzeća.

Preduzeća retko distribuiraju čitav profit akcionarima u vidu dividende. Najčešće se dividenda isplaćuje u iznosu nižem od dobitka raspoloživog za distribuciju.

Izračunavanjem efekata određene dividendne politike sprovodi se vrlo jednostavnim pokazateljima, kao što su koeficijent pokrića dividende i koeficijent isplate dividende:

$$\text{Koeficijent pokrića dividende} = \frac{\text{Godišnja zarada preduzeća raspoloživa za isplatu}}{\text{Najavljena dividenda za datu godinu}}$$

$$\text{Koeficijent isplate dividende} = \frac{\text{Najavljena dividenda za datu godinu}}{\text{Godišnja zarada preduzeća raspoloživa za isplatu}}$$

Među ovim koeficijentima postoji obrnuta proporcija. Znači, veći koeficijent pokrića dividende istovremeno znači i manji koeficijent isplate dividende, i obrnuto. Vredi naglasiti da je koeficijent isplate dividende ujedno i stopa profita akcionara koji nastavlja da drži datu akciju u posedu. Važnost ova dva koeficijenta vidi se, u tome što oni pokazuju efekat zarada akcionara po osnovu vlasništva nad akcijama. Ovde se radi o analitičkom značaju, koji proizilazi iz podataka o prošlim vrednostima. Ali, kada se namerava vršiti projekcija ovih koeficijenata za naredni poslovni period, onda oni postaju instrument poslovne politike firme, i najjednostavniji izraz dividendne politike preduzeća.

Kao i problem strukture kapitala, tako i problemi koji su u osnovi dividendne politike imaju dve škole mišljenja. Prva je vezana za ranije preiode, kada je u literaturi bio naglašen značaj dividende za akcionare. Temeljni argument ove škole mišljenja sadržan je u tome da akcionar radije prima jednu novčanu jedinicu dividende danas, nego da tu istu jedinicu reinvestira u preduzeću, iako bi to doprinelo povećanju budućih dividendi. Logika svakog stava proizvela je od toga da su buduću prinosi manje izvesni, tako da je, alegorično govoreći, zaključak bio: bolje dividenda u ruci, nego kapitalna dobit na grani. Akcionari buduće dividende diskontuju sa većim zahtevnim stopama prinosa.

U skladu sa činjenicom da nivo isplate dividende utiče na bogatstvo akcionara politika isplate dividendi utiče na bogatstvo akcionara, politika isplate dividendi će biti važna poslovna odluka menadžera.

## Činioci dividende

Opisana su tri razloga zbog kojih investitori i menadžment dividendnu politiku smatraju kaznom. Pored ovoga, moguće je navesti i nekoliko praktičnih razloga koji se tiču nivoa isplaćenih dividendi preduzeća, i to:

Preduzeća koja imaju dobre investicione mogućnosti obično zadržavaju veći deo ostvarene dobiti. Kada su tržišne okolnosti takve da se lako ne može obezbediti zajmovni kapital, onda je oslanjanje na sopstveni kapital prirodna posledica. Načelno posmatrano, preduzeća koja brzo rastu svojom dividendnom politikom predviđaju niske dividende, čak je i ne isplaćuju, kako bi više sredstava bilo raspoloživo za rast i razvoj. U slučaju većeg nivoa razvijenosti, preduzeća menjaju obrazac isplate diidende, tj. povećavaju iznos dividende za isplatu.

Zakoni koji regulišu rad privrednih društava ograničavaju preduzeća da dividende mogu isplaćivati isključivo iz realizovanog dobitka. To je logično iz prostog razloga što bi i različiti oblici nerealizovanog dobitka mogli biti uvršteni u sredstva potencijalno raspoloživa za raspodelu dividende. To bi praktično značilo da se dividena ne veže za rezultate poslovanja i rad preduzeća.

Mada je to više iskustvo razvijenih privreda, moguće je da u ugovoru o zajmu između preduzeća i zajmodavca postoji kaluzula koja ograničava nivo dividende raspoložive za distribuciju akcionarima tokom perioda zajma. Takve klauzule obično se koriste kao zaštita zajmodavca od strane preduzeća.

Preduzeća koja imaju stabilne obrasce dobitka, kod kojih dobit manje oscilira po periodima, u boljoj su poziciji u odnosu na druga koja imaju veće koeficijente isplate dividende, i obratno.

Bitan faktor u razmatranju optimalnog nivoa dividende je psihologija investitora. Investitori, na osnovu iskustva sa preduzećem, već imaju izgrađena očekivanja u pogledu visine dividende i ukoliko se ovim očekivanjima ne udovolji, moguć je gubitak poverenja u rad konkretnog preduzeća.

Menadžmen može imati informacije o budućem prosperitetu koje ukazuju da su akcije trenutno podcenjene od strane investitora. To može biti očigledan signal da će doći do značajnije kupovine akcija na tržištu. Tada je logično osloniti se na postojeći dobitak, nego emitovati nove akcije. To može povećati ekonomsku moć postojećih akcionara, kroz povećanu retenciju dobitka u preduzeću.



## 2.0. OBVEZNICE

Obveznica je certifikat, obično prenosiv, koji obećava imaću da će mu biti plaćena određena suma novca na određeni dan plus kamata po navedenoj stopi u toku veka trajanja duga. Obveznice su pogodna forma da se dugoročne potrebe za kapitalom razbiju u manje delove, što omogućava preduzeću da lakše prikupi znatno veću sumu novca, nego što bi moglo dobiti iz samo jednog kreditnog izvora.

Obveznice mogu izdavati država, preduzeća, banke i druge finansijske organizacije i iste mogu glasiti na ime ili na donosioca. Sama sadržina i forma obveznica zavisi od vrste, a inače sastoji se iz dva dela. U prvom delu naznačuje naziv dokumenta, izdavaoc, nominalna vrednost, kamatna stopa, poverioc, datum izdavanja i potpis. Drugi deo sadrži kupone za naplatu kamate, odnosno anuitetne kupovine ako se glavnica – osnovica otplaćuje anuitetima.

Svaka obveznica ima fiksni datum dospeća, kada se obveznica mora isplatiti u punom iznosu, tj. zajam se mora vratiti po nominalnoj vrednosti. Kamata na obveznice utvrđuje se u vreme njihovog emitovanja.

Što se postupka izdavanja tiče, on se sastoji iz poslova koji obuhvataju:

- utvrđivanje visine potrebnog kapitala
- utvrđivanje visine kamatne stope
- utvrđivanje nominalne vrednosti
- utvrđivanje nominalne vrednosti i pojedinačnih obveznica
- pribavljanje saglasnosti za zaduženje
- samoizdavanje obveznica
- zaključivanje ugovora o pravima poverioca i obavezama dužnika

Sklopljeni ugovor zaključuje se sa bankom kao predstavnikom svih kupaca obveznica, koja se naziva staralac jer:

- potvrđuje emisiju
- kontroliše izvršenje obaveza preduzeća prema kupcima obveznica
- štiti vlasnike obveznica

## 2.1. Vrste obveznica

**Prema stepenu obezbeđenja** obveznice se dele na neosigurane i hipotekarne. Sam termin neosigurane obveznice nije sasvim tačan s obzirom da su prava držaoca tih obveznica zaštićena vrednošću nezaložene imovine, tj. postojećim kreditnim bonitetom i potencijalnom snagom zarađivanja preduzeća dužnika. Sa druge strane, postoji više vrsta hipotekarnih obveznica koje se međusobno razlikuju po obliku založene imovine, prioritetu prava na založenu imovinu i pravu emitovanja novog duga. Hipotekarne obveznice dele se na seniorske i juniorske. Seniorske obveznice svojim vlasnicima obezbeđuju prioritetnije pravo na naknadu potraživanja iz likvidacione mase založenih sredstava, dok samo ostatak te vrednosti može biti za izmirenje juniorskog duga.

### **Prema načinu njihovog participiranja u dobitku preduzeća dužnik**

Najčešći slučaj da obveznice nose fiksnu godišnju kamatu, koja se najčešće plaća polugodišnje, u toku veka trajanja duga. Obveznice se mogu podeliti na kuponske i registarske. Svaka kuponska obveznica ima odgovarajući broj kamtnih kupona koji se seku i predaju banci na naplatu, na isti način na koji se naplaćuje ček. Kod registarskih obveznica ime vlasnika se vodi u knjigama preduzeća, odakle mu se u rokovima plaćanja kamte šalje ček koji on podnosi banci na naplatu.

### **Klasifikacija obveznica sa stanovišta njihovog povlačenja**

U praksi se najčešće javlja slučaj da se povlačenje obveznica tj. otplata glavnice duga, vrši odjednom na dan njegovog konačnog dospeća. Moguć je i drugačiji aranžman, u kome se otplata glavnice ne vrši odjednom, nego postepeno u vidu periodičnih rata u toku veka trajanja duga. To se može uraditi na dva načina: sistematski po unapred utvrđenim i dogovorenim rokovima dospeća, kao u slučaju serijskih obveznica, ili bez unapred utvrđenog plana, kao u slučaju opoziva ili kupovine obveznica na tržištu kapitala.

### **Finansijska struktura obveznica**

Zavisi od prirode njenih kupona, od rokova dospeća i cene kod otkupa. Prema ovim kriterijumima razlikujemo:

- a) obične obveznice
- b) večne ili neotkupive obveznice
- c) obveznice bez kupona
- d) konvertibilne obveznice
- e) obveznice s varantom
- f) indeksirane obveznice
- g) obveznice denominirane u dve valute

### **Prema tržištima na kojima su emitovane obveznice se dele na:**

- a) domaće obveznice – to su one koje država, korporacije i lokalne vlasti emituju na domaćem tržištu.
- b) inostrane obveznice – javljaju se u slučaju kada njihovi emitenti koriste tržišta drugih zemalja na prodaju.
- c) euroobveznice – su obveznice koje se emituju u drugoj valuti i kojima se trguje na više finansijskih tržišta.

Osnovne vrste primarnih hipotekarnih obveznica su:

- opšte hipotekarne obveznice
- specifične hipotekarne obveznice
- grupne hipotekarne obveznice
- sertifikati založene opreme

Prava prodaja obveznica sprovodi se direktno finansijskoj instituciji ili publici preko specijalizovane finansijske organizacije kao posrednika. Posrednik može preuzeti obavezu da će obveznicu prodati i time preuzima rizik prodaje i postaje prvi kupac koji zarađuje na razlici između prodajne cene i one po kojoj je obveznicu kupio.

### **Analiza obveznica**

Najznačajnije karakteristike koje treba uzeti u obzir pri analizi obveznica su sledeće:

- 1) dužina vremena do dospeća obveznice je značajna obveznice, jer ona detriminiše veličinu i vreme kretanja novčanog toka, koji je obećan kupcu, tj. vlasniku obveznice od strane emitenta. Što je vreme do dospeća duže, to znači da je obveznica više izložena riziku, te da stoga povećani rizik treba kompenzirati većim prinosom, i obrnuto.
- 2) Godišnja kamatna stopa, ključna je karakteristika obveznice. Emitent obveznice obavezuje se da će vratiti glavnici u roku dospeća i da će, najčešće polugodišnje, isplaćivati kamatu.
- 3) Provizija za otkup obveznice pre roka dospeća, podrazumeva plaćanje određene nadoknade trenutnim imateljima obveznicama, koje su predmet otkupa pre roka dospeća. Postoje vremena kada su prinosi po dospeću relativno visoki, tako da obveznice emitovane u tim periodima predstavljaju neobično atraktivnu investiciju.
- 4) Poreski status obveznice, bitno utiče na cenu obveznica i na njihove prinose. Na primer, obveznice koje nude prinose, a koje se prodaju po diskontnim cenama, obezbeđuju prinos u dva oblika: u obliku kamata i u obliku kapitalnog dobitka.
- 5) Utrživost, podrazumeva mogućnost da investitor može brzo i lako konvertovati svoju imovinu za gotov novac, bez odobravanja većih diskonta.
- 6) Verovatnoća izvršenja obaveza iz obveznica, svakako je karakteristika koja se mora uzeti u obzir pri analizi obveznica.

## **2.2. PLATINI PROMET I BANKARSKE TRANSAKCIJE**

Sve transakcije u platnom prometu naše zemlje odvijaju se u skladu sa pozitivnim propisima. Osnovu tih transakcija čine:

- 1) Transferi odobrenja i
- 2) Transferi zaduženja.

Transakciju plaćanja inicira nalogodavac podnošenjem naloga u vidu zahteva poslovnoj banci da sprovede traženu transakciju plaćanja penosredstava sa njenog računa na račun poverioca.

U slučaju transfera zaduženja inicijator je poverilac koji, na osnovu ovlašćenja dužnika, daje nalog svojoj poslovnoj banci da naplati sredstva sa računa dužnika. U samom postupku plaćanja račun dužnika i poverioca mogu biti u istoj banci ili u dve posebne poslovne banke.

Kod internog transfera plaćanja pojavljuju se tri subjekta : nalogodavac, primalac i poslovna banka. Kod međubankarskog transfera pojavljuju se četiri subjekta, a ponekad i pet: nalogodavac, primalac, inicijalna banka, odredišna banka i posrednička banka. Za međubankarsku transakciju plaćanja je karakteristično da poslovna banka može vršiti, osim za svoje klijente, i plaćanja u svoje ime i za svoj račun.

## 2.2a. Instrumenti platnog prometa

Sve instrumente plaćanja možemo podeliti u dve grupe, i to :

- Gotovinske i
- Bezgotovinske instrumente.

U gotovinske instrumente plaćanja ubrajamo: nalog za uplatu novčanih sredstava i naloga za isplatu novčanih sredstava.

U bezgotovinske instrumente plaćanja ubrajamo: nalog za prenos novčanih sredstava i nalog za naplatu novčanih sredstava.

Instrumente platnog prometa potpisuju isključivo ovlašćena lica – lica sa deponovanim potpisima kod poslovne banke kod koje se vodi njihov račun. Pravilo je da se na instrumente platnog prometa, pored otpisa, stavlja i pečat nalogodavca.

## 2.2b. Obavljanje platnog prometa elektronskim putem

Platni promet elektronskim putem obavlja se po pozitivnim propisima naše zemlje. On se suštinski obavlja razmenom svih elektronskih podataka preko informacionih sistema učesnika pri plaćanju. Inače, elektronske poruke su sve vrste informacija koje su:

- Elektronski generisane
- Poslate
- Proverene
- Primljene
- Elektronski sačuvane

Kontrolu tačnosti elektronskih podataka i njihovog prenosa, po metodi tehnologije javnih ključeva, sprovodi centralna banka. Ona je zadužena i za certifikaciju tih ključeva. Onda kada se prenos elektronskih poruka vrši posredstvom **SWIFT** mreže, proveru autentičnosti i ispravnosti samog prenosa podataka obezbeđuje **SWIFT** sistem.

Metod razmene elektronskih poruka banke sa njenim klijentima, uređuje se putem ugovora. Elektronska poruka smatra se ispravnom ako je:

- Propisnog formata
- Overena elektronskim potpisom
- Primljena bez promene sadržine i
- Nalogodavac registrovan kao učesnik u elektronskom platnom prometu

Korisnici u ovom obliku platnog prometa za instrument koriste elektronski nalog za plaćanje, a elektronska platna transakcija smatra se gotovom onda kada krajnji korisnik primi elektronsku potvrdu o njenom prijemu. Obaveza čuvanja elektronske poruke propisana je na 5 godina.

## 2.3. OSNOVNI OBLICI FINANSIRANJA

- **Kratkoročno finansiranje**
- **Dugoročno finansiranje**
- **Kredit za finansiranje lokalne samouprave**
- **Kreditne linije u saradnji sa drugim institucijama**

**Kratkoročno finansiranje** pomaže u prevazilaženju svakodnevnih ili povremenih potreba za slobodnim novčanim sredstvima, kao što su:

### Kredit za likvidnost

Namena ovog kredita je rešavanje finansiranja kratkoročnih potreba odnosno prevazilaženje problema vezanih za trenutnu likvidnost. Krajnji rok dospeća po ovom kreditu je godinu dana, a sam način povraćaja je po dospeću i u ratama. Obračun kamate za ovaj vid kredita je mesečno.

### Kredit za obrtna sredstva

Ovim vidom kredita vrši se finansiranje nabavke svih vidova zaliha, plaćanja obaveza prema dobavljačima i ostalih obaveza iz poslovanja ekonomskih učesnika sistema. Takođe, ovim kreditima se mogu finansirati i manji objekti – čija gradnja je moguća u rokovima kraćim od jedne godine.

### Kredit za finansiranje izvoza

Ovaj kredit obobrava se na osnovu ugovora o izvozu, priložene izvozne carinske deklaracije, ili otvorenog loro akreditiva. Krajnji rok dospeća je do 12 meseci, a način povraćaja je jednokratno ili mesečno isključivo iz naplate po izvršenom izvoznom poslu. Sistem obračuna kamate je mesečni.

### Okvirni kredit po tekućem računu

Ova vrsta kredita omogućava jednostavno povlačenje potrebnih finansijskih sredstava radi obezbeđivanja likvidnosti u poslovanju i radu ekonomskih učesnika sistema. Krajnji rok dospeća po ovom kreditu je do 12 meseci. Način povraćaja kredita pretpostavlja da saldo računa na datum dospeća kredita treba da bude pozitivan. Sistem obračuna kamate je mesečni.

### Revolving kredit

Ovaj kredit omogućava korišćenje i vraćanje sredstava prema potrebama klijenata, a koristi se za povremeno održavanje tekuće likvidnosti i za finansiranje dodatnih potreba za obrtnim sredstvima. Krajnji rok dospeća je do 12 meseci sa mogućnostima produženja (12+12+12). Način povraćaja kredita je jednokratno i sukcesivno.

### ''Start ap'' kredit

Ovaj kredit namenjen je onima koji počinju svoju ekonomsku aktivnost i imaju potrebu kako za sredstvima za obezbeđenje likvidnosti, tako i za obrtnom imovinom. Maksimalni iznos ovog kredita je usklađen sa kreditnom sposobnošću klijenata, a rok povraćaja je 12 meseci.

### **Dugoročno finansiranje**

Sredstva za dugoročno finansiranje odobravaju se na rok od jedne do deset godina. Vrste ovih kredita jedosta:

#### Investicioni kredit

Ovi krediti odobravaju se klijentima koji imaju potrebu za novom opremom ili drugim nekretninama u cilju modernizacije ili poboljšanja svog poslovanja, a na temelju prezentovanog poslovnog plana. Rok dospeća ovog kredita je do 8 godina, sa grace periodom do dve godine. Način vraćanja ovog kredita je podešen tako da se to može vršiti mesečno, kvartalno, polugodišnje ili godišnje. Prevalo je da se za kredite preko 50.000 EUR od klijenata zahteva dostavljanje na uvid poslovnog plana i investicione studije.

#### Kredit za trajna obrtna sredstva

Prema samom izrazu reči ovaj kredit namenjen je finansiranju trajnih obrtnih sredstava ekonomskih učestnika sistema. Rok povraćaja ovih kredita je do 3 godine, sa mogućnošću produženja do 5 godina, uz grace period od 12 meseci. Povraćaj kredita i obračun kamate je: mesečno, kvartalno, polugodišnje ili izuzetno godišnje.

#### Kredit za građevinske poslove

Ovim kreditima se finansira izgradnja stambenih i poslovnih objekata namenjenih isključivo daljoj prodaji. Za odobravanje ovih kredita investitor mora imati kako dozvolu za gradnju, tako i ostalu projektnu dokumentaciju. Rok vraćanja kredita jednak je roku izgradnje objekata maksimalno 2 godine od potpunog povlačenja odobrenog kredita, uz grace period, koji odgovara periodu izgradnje objekata. Povraćaj kredita i obračun kamte je jednokratno i vrši se iz prodaje sagrađenog objekta i to sukcesivno i u skladu sa prilivom od prodaje ili izdavanja objekata, kvartalno ili mesečno.

#### Hipotekarni kredit

Hipotekarni krediti se koriste za dugoročno finansiranje investicionih namena, kao što je kupovina stambenih i poslovnih objekata, nabavka opreme i slično, i to u slučajevima kada se ne može proceniti kreditna sposobnost klijenata, već se ona procenjuje na osnovu vrednosti imovine klijenata ili njegovog solidarnog dužnika.

### **Kreditni za finansiranje lokalne samouprave**

Ovi krediti se koriste za finansiranje kratkoročnih i dugoročnih potreba, za finansiranje kako tekuće, tako i za finansiranje investicionih rashoda. Maksimalan iznos kredita usklađen je sa Zakonom o javnom dugu korisnika, a rok vraćanja glasi do 10 godina. Grace period je do 3 godine. Način vraćanja je: godišnje, polugodišnje, kvartalno, mesečno, sve u zavisnosti od vrste kredita. Krsnik kredita je u obavezi da, uz zahtev za kredit, priloži iinvesticioni elaborat o ekonomskoj opravdanosti date investicije.

### **Kreditne linije u saradnji sa drugim institucijama**

Ovi krediti su namenjeni za podsticaj i razvoj malih srednjih preduzeća koja se bave proizvodnjom uslužnom delatnošću, izuzev trgovine, poljoprivrede i prometa nekretninama. Maskimalni iznos ovog kredita kreće se od najvie 200.000 EUR, sa rokom povraćaja do 5 godina.

## **2.4. ULOGA I ZNAČAJ FINANSIJSKIH DERIVATA**

Trba reći da se i na robnoj berzi obavljaju terminske operacije, usmerene na garantovanje minimalnih ili maksimalnih budućih cena pojedinih vrsta roba, na garantovanje minimalnih ili maksimalnih budućih cena pojedinih vrsta roba, posebno poljoprivrednih proizvoda i sirovina. Na robnim berzama vrši se kupoprodajau ugovora koji glase na isporuku određene robe u budućem periodu na tačno određeni dan ili u okviru toga roka , uz formiranje cene koja uključuje očekivanja učesnika o budućem slkopu ponude i tražnje za tom robom.

Trgovina robnim terminskim ugovorima ima samostalnu egzistenciju u odnosu na trgovinu realnim proizvodima, kao što se i trgovina finansijskim instrumentima na termin razdvaja od trgovine istim tim instrumentima na tekućem tržištu. Cena ovih terminskih ugovora uslovljena je kretanjem cena roba i finansijskih instrumenata koji im se nalaze u osnovi. Ona proizilazi-derivira iz cena robe i finansijskih instrumenta. Zato se terminski instrumenti nazivaju derivati.

Derivati su finansijski instrumenti čija je cena uslovljena kretanjem cena osnovne robe ili finansijskog instrumenta. Finansijski derivati su instrumenti kod kojih iracionalni karakter finansijske aktive najviše dolazi do izražaja, jer se oni najviše približavaju prosto opkladi, koja kao prdmet ima prediđanje kretanja cena. To ne znači da derivati nemaju i dublju ekonomsku funkciju, sem funkcije transfera rizika. Oni mogu biti osnova za preduzimanje aktivnosti realnog investiranja, kao što mogu biti i osnova za projektovanje cena osnovnih finansijskih instrumenata.

Najpoznatiji finansijski derivati su fjučersi i opcije. Pored njih, u derivate se mogu ubrojiti i neki drugi instrumenti kojima se transferiše rizik promene kamatne stope, kao što su svopovi i sporazumi o kamtnim stopama. Svi terminski ugovori mogu se razvrstati u tri osnovne grupe:

- **Klasični terminski ugovori** su ugovori koji se direktno zaključuju između dva trgovca o isporuci tačno naznačenog trđipnog materijala u fiksirano vreme u budućnosti. Kvalitet, kvantitet, načini mesto isporuke, cena i drugi bitni elementi ugovora definisani su od strane samih ugovornih strana.
- **Fjučersi** su terminski ugovori zaključeni između trgovaca i klirinške kuće terminske berze, u kome su svi elementi, izuzev cene i broja ugovora, standardizovani. Njima se trguje na aukcijskim tržištima terminske berze, pri čemu klirinška kuća u potpunosti garantuje izvršenje ugovora
- **Opcije** su ugovori kojima se vrši kupoprodaja prava na kupoprodaju predmeta ugovora., bez preuzimanja obaveze o izvršenju ili preuzimanju same isporuke. Njima se trguje, kako na berzi, tako i na vanberzanskom tržištu.

## 2.4a. Fjučersi

Fjučers ugovor je standardizovan terminski ugovor kojim se trguje na organizovanoj berzi, pod uslovima jasno određenim pravilima berze. Tržišta fjučersa najpre su započela trgovanjem robnim fjučersima. Prvi zabeležen slučaj organizovanog trgovanja fjučersima zbilo se u Japanu početkom 17. veka. Renta koju su zemljovlasnici prikupljali od svojih kmetova plaćana je u naturi. Roba je skladištena u velikim gradovima, pri čemu su zemljovlasnici za uskladištenje pirinac dobijali potvrde, koje su prodavali kada im je novac bio potreban.

*Tržište fjučersa je najveći segment tržišta derivata.* Podaci koji ilustruju strukturu tržišta u SAD govore o dominaciji fjučersa baziranih na finansijskim instrumentima u odnosu na fjučerse kojima se u osnovi nalaze robe. I pored toga što su finansijski fjučersi kreirani relativno skoro, oni danas predstavljaju najznačajniji segment tržišta fjučersa.

Funkcije tržišta fjučersa mogu se svesti na tri osnovne:

- Utvrđivanje cene, odnosno ukazivanje investitorima na mogući smer kretanja cena osnovnog finansijskog instrumenta ili robe u budućnosti.
- Transfer rizika za učesnike koji su izloženi riziku promene cene, odnosno riziku promene deviznog kursa
- Pružanje spekulativnih mogućnosti učesnicima koji preuzimaju veći rizik od normalnog u trgovini robom ili finansijskim instrumentima.



Postoje robni i finansijski fjučers uovor.

**Robni fjučers ugovor** predstavlja sporazum između kupca i prodavca u kome se kupac obavezuje da prihvati isporuku određene robe po ugovorenoj ceni u naznačenom periodu u budućnosti. Robni fjučersi razvrstani su u nekoliko grupa:

- Ugovori na žitarice i uljarice
- Ugovori na meso i živu stoku
- Ugovori na hranu i vlakna
- Ugovori na metale i naftu
- Ostali ugovori

Cenie robnih fjučersa dostupne su, ne samo specijalizovanim kućama i trgovcima, već i svim zainteresovanim licima, jer ih svakodnevno objavljuju finansijski časopisi.

**Finansijski fjučers ugovor** je sporazum između dva učesnika u trgovini koji obavezuje jednog od njih da po utvrđenoj ceni proda finansijski instrument drugome na određeni dan u budućnosti. Prema tome finansijski fjučers ugovor sadrži obavezu da se kupi ili proda određeni finansijski instrument po utvrđenoj ceni na dan zaključenja ugovora, ali se on ne mora i izvršiti, jer nema ekvivalentnog kretanja novca u momentu zaključenja ugovora. S toga kupovina i prodaja fjučersa nemaju isto značenje kao kod trgovine osnovnim finansijskim instrumentima, tako da praksa finansijskog tržišta u ovom slučaju uvodi termin zauzimanje pozicije, gde razlikujemo:

- Poziciju prodaje
- Poziciju kupovine

Najznačajnije vrste finansijskih fjučersa su:

- **Kamtne fjučersi**, koji se koriste kao sredstvo transfera rizika kamtne stope. Ovaj rizik proizilazi iz stalnih fluktuacija kamtanih stopa na finansijskom tržištu. Kamatne fjučerse najčešće koriste preduzeća i portfolio investitori. Oni se mogu koristiti i kao sredstvo špekulativne operacij, posebno u svrhu korišćenja razlike u ročnoj strukturi kamatnih stopa. Kamtni fjučersi su, kako kratkoročni finansijski instrumenti, tako i dugoročni finansijski instrumenti. Cena kamatnih fjučersa kreće se inverzno u odnosu na kretanje kamatne stope, tj. ukoliko kamatna stopa raste, cene ugovora padaju i obrnuto.
- **Indeksni fjučersi**, su ugovori koji se oslanjaju na berzanske indekse. Među indeksnim fjučersima veoma su popularna sledeća četiri ugovora:

- 1) S & P 500 – The Standard & Poor's 500 Index Futures, kojim se trguje na CME (Chicago Mercantile Exchange)
- 2) The New York Stock Exchange Composite Index Futures, kojim se trguje na NYFE (The New York Future Exchange)
- 3) VLA – Value Line Composite Average Index Future, kojim se trguje na KCBT
- 4) MMI – The Major Market Index Futures Contrakt, kojim se trguje na CBT (Chicago Board of Trade)

Prilikom utvrđivanja cena indeksnih fjučersa mora se voditi računa o tekućoj vrednosti indeksa i kretanja vrednosti datog indeksa u narednom periodu.

- **Valutni, odnosno devizni fjučersi**, prvi put se javljaju 16.maja 1972.god, kada je CME preko Međunarodnog monetarnog tržišta uvela šest fjučers ugovora koji su glasali na stranu valutu. Tržište valutnih fjučersa kreirano je, pre svega za one koji u svom poslovanju koriste strane valute. Valutni fjučersi predstavljaju alternativu klasičnim terminskim ugovorima, koje nude komercijalne banke. Pojava valutnih fjučersa dočekana je sa izvesnom skepsom i to iz dva razloga. Prvo, valutni fjučers ugovor bio je prvi iz grupe finansijskih fjučersa, pa mnogi trgovci nisu verovali u uspeh trgovanja fjučersima koji su zasnovani na finansijskim instrumentima. Drugo, u to vreme je postojalo, a i danas postoji, veoma razvijeno bankarsko tržište valutnih forward ugovora, zbog čega je, po mišljenju mnogih, tržište valutnih fjučersa bilo nepotrebno.

## 2.4b. Opcije

Opcije kao segment terminskog tržišta predstavljaju standardizovane finansijske instrumente, a ne samo ovlašćenje na korišćenje ili nekorišćenje određenog prava. Opcija je ugovor između prodava i kupca u kome je sadržano pravo ali ne i obaveza kupca da kupi ili proda neki finansijski instrument u određenom vremenskom periodu ili na utvrđeni termin u budućnosti, po ceni određenoj u momentu zaključenja ugovora. Pravo kupca da kupi ili proda određeni finansijski instrument ili portfolio instrumenata u budućnosti praćena je obavezom prodavca opcije da proda ili kupi taj isti instrument, ako kupac opcije odluči da je koristi. Kod opcija pravo je uvek na strani kupca a obaveza na strani prodavca.

Opcije kojima se trguje na berzama imaju sledeće prednosti u odnosu na vanberzanske opcije:

- Strajk cena i datum isteka opcije su standardizovani
- Znatno su likvidnije
- Tansakcioni troškovi su niži
- Direktna veza između kupca i prodavca se raskida, a uloga klirinških kuća na berzi opcija ista je kao na tržištu fjučersa.

Opcije se na tržištu prodaju po različitim cenama, koje su podložne čestim promenama. Opcijska cena formira se na tržištu i predstavlja zbir unutrašnje vrednosti i vremenske premije opcije.

$$\text{Cena opcije} = \text{unutrašnja vrednost} + \text{vremenska premija}$$

Unutrašnja vrednost opcije predstavlja njenu ekonomsku vrednost kada se data opcija momentalno izvrši.

Vremenska premija opcije predstavlja razliku između opcijske cene i njene unutrašnje vrednosti.

Analizom opcija utvrđeno je da postoji šest faktora koji utiču na njihovu cenu. To su:

- 1) Aktuelna cena baznog dokumnta
- 2) Strajk cena
- 3) Vreme peostalo do isteka opcije
- 4) Očekivana nestabilnost cena baznog instrumenta u toku veka opcije
- 5) Kratkoročna kamatna stopa tokom veka opcije
- 6) Anticipirani tokovi gotovine po osnovu baznog instrumenta tokom veka opcije

## 2.4c. Ostali finansijski derivati

Glavni predstavnici ove vrste derivata su *svopovi i sporazumi* o kamtanim sopama.

**Svopovi** predstavljaju ugovore kojima se vrši razmena plaćanja kamata na finansijske instrumente koje investitori – ugovarači poseduju. Razlikujemo sledeće vrste svopova:

- Kamatni svop, znači razmenu plaćanja kamate po fiksnoj kamtanoj stopi za plaćanje kamate po promenljivoj kamatnoj stopi.
- Valutni svop, podrazumeva zamenu kamate po fiksnoj kamatnoj stopi, koja se plaća u jendnoj valuti, fiksnom kamtanom sopom u drugoj valuti
- Valutno – kamatni svop, je kombinacija kamatnog i valutnog svopa, kod koga se kamata po fiksnoj kamatnoj stopi u jednoj valuti zamenjuje za kamatu po promenljivoj kamtanoj stopi u drugoj vlauti.

- Svop marže, je oblik kamatnog svopa, u kome se vrši zamena kamate po jednoj promnljivoj kamtanoj stopi za kamatu po drugoj promenljivoj kamtanoj stopi

**Sporazum o kamatnim stopama** je sporazum između dva investitora, u kome se jedan obavezuje, uz naknadu, da isplati drugom investitoru određeni novčani iznos, ako je u ugovoru označena kamatna stopa različita od nivoa utvrđenog ugovora. Poseban oblik sporazuma o kamtanim stopama je **sporazum o budućim kamatnim stopama**. U ovom ugovoru dve banke sporazumevaju se da na dan dospeća jedna drugoj plate kamatu po dve različite kamatne stope, računate na uslovan iznos glavnice. Banke izvršavaju ugovor tako što jedna drugoj isplaćuju samo razliku između dve kamatne stope, koja predstavlja dobitak/gubitak iz transakcije.

### **Zaključak**

Ka što samo napomenuli, trgovina kapitala smatra se trgovina likvidnim novcem raspoloživim u roku dužem od jedne godine. Osnovan funkcija tržišta kapitala je upravo ta da vrši stalno okupljanje imaoca i tražioca kapital na određenom mestu i u određeno vreme. Teorija kapitala je sastavni deo teorije imovine i ona predstavlja centralno pitanje i srž političke ekonomije u okviru koje se detaljno i izučava. Oblici tržišta kapitala su: Berze, dugoročne hartije od vrednosti, akcije (deonice), obične akcije, preferencijalne akcije, užitničke akcije, upravljanje dividendom, obveznice, platni promet i bankarske transakcije, finansijski derivati, fjučersi, opcije, ostali finansijski derivati. Osnovan funkcija tržišta kapitala je upravo ta da vrši stalno okupljanje imaoca i tražioca kapital na određenom mestu i u određeno vreme.



## **Literatura:**

**Prof. dr Borivoje B. Prokopović - Finansijski menadžment**

**Prof. dr Miodrag Jovanović, Doc. Dr Jadranka Đurović Todorović –  
Finansijska teorija i politika**

**Gotovi seminarski, maturski, maturalni i diplomski radovi iz raznih oblasti, lektire , puškice, tutorijali, referati - specijalizovan tim za usluge visokokvalitetnog pisanja, istraživanja i obradu teksta za kompletan region Balkana.**

Posetite nas na sajtovima ispod:

**[WWW.MATURSKIRADOVI.NET](http://WWW.MATURSKIRADOVI.NET)**

**[WWW.SEMINARSKIRAD.ORG](http://WWW.SEMINARSKIRAD.ORG)**

**[WWW.MATURSKI.NET](http://WWW.MATURSKI.NET)**

**[WWW.MATURSKI.ORG](http://WWW.MATURSKI.ORG)**

**[WWW.SEMINARSKIRAD.INFO](http://WWW.SEMINARSKIRAD.INFO)**

Dostupni smo Vam 24h 365 dana u godini.

Za gotove verzije rada obratiti se na mail:

**[maturskiradovi.net@gmail.com](mailto:maturskiradovi.net@gmail.com)**

**061/ 11-00-105**

Seminarski, diplomski, maturski radovi, prevodi na engleski i eseji...