

Др Љубица Николић¹

МЕСТО И ПЕРСПЕКТИВА БЕОГРАДСКЕ БЕРЗЕ У ЈУГОСЛОВЕНСКОМ ФИНАНСИЈСКОМ СИСТЕМУ

Апстракт

Област финансијског тржишта, берзи и берзанског пословања је релативно нова у југословенској теорији и пракси. После паузе од готово пет деценија, Београдска берза је поново нашла своје место у југословенском финансијском систему. Започетом реформом нашег привредног и финансијског система 1988. године и доношењем Закона о тржишту новца и тржишту капитала 1989. године, створене су основе за развој берзанског пословања. Овај рад у основним цртама обрађује тренутно стање и развој Београдске берзе, са посебним освртом на њено економско и политичко окружење као ограничавајућих фактора, у намери проналажења могућих решења за даљи развој берзанског пословања. Развој тржишта капитала се сматра неопходним условом опоравка нестабилне југословенске привреде. Иако је Београдска берза основана са циљем организовања трговине дугорочним хартијама од вредности, због изузетно отежаних услова привређивања, пословало се углавном краткорочним финансијским инструментима. Због изражених недостатака у досадашњем развоју Берзе, указујемо на неке од могућих промена у вези стварања економске стабилности и нових институција које могу допринети афирмацији берзанског пословања.

Кључне речи: берза, берзанско пословање, финансијско тржиште, тржиште капитала, хартије од вредности.

ТРЕНУТНО СТАЊЕ БЕРЗАНСКОГ ПОСЛОВАЊА

Тек у склопу укупне реформе нашег привредног, финансијског и банкарског система, започете крајем 1988. године, створени су основни предуслови за оснивање и пословање институција финансијског тржишта у Југославији. На основу Закона о тржишту новца и тржишту капитала ("Службени лист СФРЈ", бр. 64/89), после скоро 50 година, враћено је берзанско пословање у

¹ асистент Правног факултета у Нишу

наш финансијски систем оснивањем Београдске берзе. У међувремену је донет нови Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима ("Службени лист СРЈ", бр. 90/94).

И поред доношења поменутих закона, можемо рећи да још увек нису створени сви неопходни економски услови за развој пословања на берзи, нити је у потпуности изграђена нужна законска регулатива и институционални оквир за развој берзанског пословања. Закон о берзама није донет у системски употпуњеном и заокруженом амбијенту, што је отежавало његову примену. Тек после годину и по дана по доношењу Закона о берзама и годину дана по доношењу Закона о хартијама од вредности ("Сл. лист СРЈ", бр. 26/95), донети су Закон о предузећима ("Сл. лист СРЈ бр. 26/96, 29/97), Закон о својинској трансформацији ("Сл. гласник РС", бр. 32/97), Закон о ревизији рачуноводствених исказа ("Сл. лист СРЈ", бр. 30/96), чиме је створена солидна законска основа за пословање хартија од вредности.

Развој берзанског пословања треба посматрати у светлу актуелних привредних и политичких догађања. Зато анализу пословања Београдске берзе вршимо на основу њеног тренутног окружења.

Постојеће стање дугогодишње привредне кризе код нас отежавају и најновија политичка догађања и међународни положај Југославије. Формирање будуће модерне привреде нужно захтева настављање започетог процеса развоја тржишне економије, у свим њеним сегментима.

Будући економски развој условљен је афирмацијом тржишног начина привређивања, што је нормативно већ урађено а практично је још на почетку. Трансформацију југословенске привреде треба схватити као свеобухватан и дугорочан процес, прилагођен унутрашњим потребама и потенцијалима, али и условима и захтевима међународног окружења.

У последње време све се више намеће дилема: може ли постојати берза и у несавршеним привредним условима, или супротно, само њено постојање може допринети нормализацији привредних токова? Одговори на ово питање су подељени.³

Једна група економиста сматра да је берзанско пословање немогуће уколико се претходно не испуне одређени услови. То се

³ Ово је било основно питање о коме се дискутовало на другом заседању Округлог стола "Берза у нашим условима", који је организовало Тржиште новца и Факултет за менаџмент "Браћа Караџић". Видети, Берза, бр. 3, Београд, март 1993. год., стр. 38.

односи, пре свега, на омогућавање стварања и рада дилерских и брокерских кућа, измена постојеће законске регулативе, успостављање власничке структуре која одговара тржишној економији, школовање кадрова и коначно стабилизација привреде. По мишљењу ових економиста, код нас постоји низ неповољних услова који коче трговање и инвестирање преко берзе. На тржишту нема слободних конкурентских односа, национална валута је нестабилна, финансијска дисциплина не постоји, а као круна свега, стопа исплативости улагања преко берзе мања је од каматне стопе. По мишљењу ових аутора, берзанско пословање у тренутним привредним условима не може да функционише.

Друга група економиста, полазећи од изнетих аргумената, сматра да се ови негативни разлози могу посматрати и из супротног угла. Они могу бити подстицај организовању трговине и тражењу излаза из кризе управо преко берзе, јер она представља савремени вид организације пословања. Овај свој став аргументују чињеницом да ни Београдска берза у Краљевини Југославији није радила на стабилном тржишту, а опет је изузетно успешно пословала. Кључни проблем је у томе што тржиште не функционише у институционалним оквирима. Платни промет се одвија ван банака, девизни курс се формира на улици, а цене многих роба и услуга се процењују у иностраној валути. Услови за рад берзе и трговање на њој постоје, оно што не постоји јесте уређење односа на тржишту и одвијање промета преко институција привредног система. По мишљењу ових економиста, чекање да се прво стекну неки други услови било би погрешно. Уосталом пракса то већ увелико показује, сам интерес оних који се озбиљно баве трговином и заштита њиховог капитала, довољна су потврда о потреби ширег организовања берзанског пословања.

Можемо рећи да се развој тржишта капитала и берзанског пословања све више намеће као неопходан услов опоравка нестабилне југословенске привреде. У прилог томе говори само стање у привреди, које карактерише лагани нестанак једне превазиђене привредне структуре док нова још није формирана до краја. У међу простору који ту настаје никло је пуно малих и средњих приватних предузећа, али и оних са огромним капиталом и доминантним утицајем на тржишту. Истовремено, мали број друштвених предузећа сведен је по обиму пословања на средњи ниво, док је највећи део некадашњих гиганата сведен на формално постојање.

Садашње стање наше економије карактерише одсуство сваког система у коме се тешко сналазе они који немају другог избора него да послују. И управо то ствара потребу за развој послова-

ња на берзи, јер она представља организовано пословање и трговину, под условом да послује без државног уплитања, да буде флексибилна и прилагођена специфичностима наше привреде. Уз даље унапређење берзанског пословања треба да тече паралелни процес тржишне трансформације у свим сегментима економског живота.

ПЛАСМАН ХАРТИЈА ОД ВРЕДНОСТИ НА БЕОГРАДСКОЈ БЕРЗИ

Београдска берза је основана за обављање трговине: 1) жиранним новцем, меницом, чеком, девизама, краткорочним хартијама од вредности, златом и другим племенитим металима, 2) хартијама од вредности које гласе на страну валуту, 3) капиталом, акцијама и дугорочним хартијама од вредности као и 4) финансијским дериватима. Иако је њен основни циљ оснивања био организовање трговине акцијама и дугорочним кредитним хартијама од вредности, због изузетно отежаних услова привређивања, пословање се одвијало јединим финансијским инструментима који су постојали а то су краткорочне хартије од вредности. Прве трансакције обављене су током 1991. године, а финансијске трансакције на Берзи обављало је преко 300 предузећа и око 80 банака и других финансијских организација.

На нашем финансијском тржишту, мада не у великом обиму, обавља се промет краткорочних финансијских инструмената док је промет дугорочних инструмената маргиналан. Ограничени пласман дугорочних хартија од вредности карактеристичан је за почетне фазе развоја берзанског пословања.

Искуства развијених тржишних привреда показују да је развој финансијског тржишта постепен процес. Његов даљи убрзани развој условљен је економским развојем земље и јачањем правне сигурности инвеститора. Испуњењем ових услова временом долази до ширења круга инвеститора, повећања броја финансијских инструмената којима се тргује, повећања понуде и тражње, подизања ефикасности берзанског пословања, као и до већег укључивања у међународне финансијске токове.

Почетак развоја финансијског тржишта, по правилу, карактерише промет краткорочних финансијских инструмената. Иза тога обично следи постепено увођење у промет обвезница, и то прво краткорочних па дугорочних, најпре државних па корпорацијских. Тек након тога долази до повећања промета акција, да би

се у фази развијеног финансијског тржишта повећала и трговина финансијским дериватима (опцијама, фјучерсима).

Општи услови привређивања са високим степеном ризика дестимулативно утичу на инвестирање у дугорочне хартије од вредности. Потенцијални инвеститори могу бити заинтересовани за улагање у дугорочне финансијске инструменте само уколико они доноси реалан принос у виду дивиденде, камате или у виду капиталне добити. У условима високе привредне нестабилности и инфлације овакве могућности су минималне. У постојећем амбијенту мало је вероватно да власници акција могу да присвоје дивиденду бар једнаку приносу на алтернативне облике финансијских улагања. Само уколико одређени привредни субјект низ година исказује високу стопу добити и у могућности је да исплаћује дивиденде, потенцијални инвеститори ће имати поверење и биће спремни да купе његове акције.

Улагање финансијске штедње у куповину акција претпоставља да су дивиденде веће од камата на сигуран пласман код банака, односно да у случају неисплаћених дивиденди капитал улагача расте брже од инфлације и реалне камате.

Тренутно на Београдској берзи преовлађују дужничке хартије од вредности, односно кредитни инструменти, као што су: обвезнице НБЈ, благајнички записи банака, комерцијални записи, сертификат о депозиту, комерцијални записи Дирекције за робне резерве. Њихово учешће у промету на Берзи у периоду од јануара до октобра 1997. године процентуално је износило: обвезнице НБЈ 37%, комерцијални записи 34%, обвезнице СРЈ 15%, обвезнице Дирекције за робне резерве РС 6%, акције 4%, благајнички и комерцијални записи са робним покрићем са по 2%.

Са аспекта учесника на финансијском тржишту, примећена је мала заинтересованост банака за учешће у берзанским трансакцијама, а приметна је и релативна незаинтересованост брокерских и дилерских кућа за куповину и продају берзанских хартија. Претходни показатељи указују да су акције као власничке хартије од вредности минимално заступљене на Берзи. Охрабрује, међутим, чињеница да је дошло до наглог бума акција котираних на Берзи у фебруару месецу 1997. године, што се може објаснити као последица стриктне рестриктивне политике НБЈ, због чега су корпорације покушале да дођу до додатног капитала уз помоћ акција. Наиме, у фебруару 1997. године акције су биле заступљене са 22% од укупног обима трансакција.⁴

⁴ Подаци преузети из Билтена Београдске берзе, март 1997. године, Београдска берза а.д.

Скромно пословање секундарног тржишта дугорочних хартија од вредности било је праћено активнијим емисионим тржиштем.⁵

ОСНОВНИ ПРАВЦИ ПРОМЕНА

Тржиште дугорочних хартија од вредности, које чини основу берзанског пословања, код нас још увек није довољно развијено. Основне услове за ефикаснији и бржи развој берзанског пословања можемо поделити у три групе. Прва је везана за стварање политичке и економске стабилности, друга за стварање потребних институција и повољне финансијске климе и трећа се односи на прилагођавање нашег финансијског система стандардима Европске заједнице.

Политичка и економска стабилност. Без спољне и унутрашње стабилности, односно отклањања дубоких привредних поремећаја и нормализације политичких прилика у земљи, немогуће је предузимати озбиљне дугорочне активности, могућа је само њихова припрема. За развој берзанског пословања нужно је постојање стабилних економских и политичких услова за инвестирање. Стабилизација привреде подразумева, пре свега, обарање високе инфлације. У условима сталног повећања цена, које ремети читаво пословање у привреди, ни хартије од вредности ни њихово тржиште не могу успешно функционисати. Исто тако, треба доследно спроводити реално позитивне каматне стопе, као и убрзано елиминисање друштвене својине.⁶ Посебан напор Југославија треба да учини у правцу заузимања изгубљених позиција на светском финансијском тржишту.

Стварање нових институција и финансијска клима. Развој берзанског пословања намеће потребу развијања различитих институција неопходних за емитовање и промет хартија од вредности, које би пружале квалитетне услуге.

Треба обезбедити довољан број финансијских инструмената са којима се може трговати. Потребно је емитовати квалитетне преносиве хартије од вредности, са различитим роковима и усло-

⁵ *Детаљније о овоме видети, Стојан Дабић, Систем регулисања односа на тржишту хартија од вредности, Берза, посебно издање, Београд, септембар 1993. године, стр. 78.*

⁶ *О утицају инфлације и каматне стопе на инвестиције у хартије од вредности видети, David Blake, Financial Market Analysis, Mc Graw-Hill Book Company, London, 1990. год., стр. 44-53.*

вима, које су у стању да задовоље различите потребе за средствима и различите интересе у вези сигурности, степена ликвидности и приноса.

Ативна улога државе и централне банке на тржишту капитала треба да буде остварена путем пласмана њихових хартија од вредности. Један од начина финансирања буџета треба да се остварује преко емисије и продаје финансијских инструмената на берзи. Централна банка са једне стране регулише активност новчаног тржишта, а са друге стране у контакту са банкама и специјализованим посредницима може да утиче на сигурност тржишта и ликвидност финансијских инструмената са којима се тргује. Централна банка својом активном улогом на берзи може да регулише новчану масу и тиме спречи могући монетарни удар.

Развој берзанског пословања условљен је и активношћу Комисије за хартије од вредности, која регулише пословање са дугорочним ефектима, врши њихову регистрацију, даје сагласност за рад брокерских фирми и слично. Њен рад треба да омогући заштиту потенцијалних инвеститора у хартије од вредности чиме се ствара и сигурност берзанске трговине.

Влада својом пореском политиком треба да створи позитивну климу која ће мотивисати потенцијалне улагаче да инвестирају у хартије од вредности. Пореска политика треба да стимулише и штедњу свих сектора привреде.

Треба развијати професионалне и независне институције које дају оцену о економском бонитету учесника на берзи, пре свега, о тржишној позицији и кредитној способности издавалаца берзанских хартија, у циљу заштите инвеститора. Томе треба додати и неопходност објављивања ажурних и поузданих информација на основу којих се доносе одлуке о инвестирању у поједине хартије од вредности.

Неопходно је обезбедити и одређени степен финансијске дисциплине и строгу селекцију учесника на берзи, што представља значајно обележје сваке тржишне привреде и правне државе. Правни режим треба ефикасно да регулише емитовање и промет хартија од вредности у циљу заштите инвеститора.

У условима недостатка домаћег капитала, треба створити стимулативне услове за неометан прилив иностраног капитала. С тим у вези, треба обезбедити и стабилност националне валуте.

Неопходна је економско-финансијска санација банака и предузећа, по цену ликвидације, припајања и продаје имовине, као и консолидација обавеза државе, банака и Народне банке у односу на девизну штедњу.

Прилагођавање стандардима Европске заједнице. Ефикасност нашег берзанског пословања условљена је и прилагођавањем нашег финансијског система финансијским променама на европском и ширем међународном простору. Неопходно је преузимање активности на подручју прилагођавања организације, механизма и метода банкарског пословања стандардима које је увела Европска заједница стварајући јединствено европско тржиште. Најмање што је потребно да се уради јесте израда програма усклађивања прописима, техничким нормама и стандардима европског финансијског простора. Европа је прихватила начело реципрочног националног третмана, и то је основни разлог због чега наша институционална решења, наше стандарде у погледу оцене и контроле солвентности, као и друга слична питања, ваља прилагодити европским захтевима, без чега су нам врата Европе дефинитивно затворена.

РЕШАВАЊЕ АКТУЕЛНИХ ЕКОНОМСКИХ ПРОБЛЕМА ПОСРЕДСТВОМ БЕРЗЕ

Поред указивања на основне правце промена који треба да допринесу развоју берзанског пословања, наши економски стручњаци из ове области нуде и конкретна решења појединих проблема од којих зависи даља афирмација берзанског пословања.

Професор Милутин Ћировић износи неколико могућности за снажан и брз развој тржишта капитала у нашој земљи. Он сматра да у конкретним југословенским условима постоје могућности да се, на бази значајних институционалних реформи, активира стратегија брзог развоја берзе. Ова стратегија убрзаног развоја не значи одбацивање базичних предуслова за развој берзанског пословања, као што су: довољан степен валутне стабилности, процес економског развоја, постојање правне државе, реално позитивна каматна стопа и слично. Сви ови генерални услови, међутим, не морају да буду заступљени у максималној мери.

Говорећи о могућностима брзог развоја тржишта капитала и берзанског пословања у нашим условима, Милутин Ћировић предлаже следеће две институционалне реформе. Прва реформа се односи на стару девизну штедњу, која је код домаћих банака блокирана више година. Друга реформа се односи на систем пензионог осигурања у смислу његовог превођења на савремене принципе финансирања. По мишљењу аутора, ове две реформе би допринеле покретању процеса реструктурирања банака и привре-

де, при чему би дошло до значајног ослоња на механизме тржишта капитала.

Реформа старе девизне штедње грађана код банака разрађена је у економском програму Економског савета Савезне владе из јула 1993. године. У том документу предвиђени су разни поступци за активирање и трансформацију до сада практично блокиране девизне штедње грађана. Један од најзначајнијих поступака је да се девизна штедња конвертује у девизне обвезнице државе и одговарајућих банака. При томе би се ове обвезнице пре почетка њиховог сервисирања, као и у току његовог трајања, могле продавати и куповати на берзи по слободно формираним ценама. Исто тако, предвиђена је и могућност да грађани могу расположиве девизне обвезнице да ковертују у акције банака, предузећа или новоформираних инвестиционих фондова. На овај начин створили би се нови инструменти финансирања који се слободно могу преносити између заинтересованих трансактора. Претварање девизне штедње у акционарски капитал компанија и банака могао би да има значајне ефекте на развој берзанског пословања. Нажалост ова идејна решења још увек нису практично примењена.

Следећи фактор развоја тржишта капитала Ђировић види у креирању *новог типа пензионих фондова*. Он указује на потребу превазилажења буџетског модела централизованог пензионог фонда, који се финансира из текућих уплата на бази зарада активног становништва уз настојање да се текући расходи фонда држе у равнотежи са приходима. Савремени пензионих фондови треба да имају покриће у хартијама од вредности компанија и државе, како би и приноси од тих хартија били компонента у формирању финансијских потенцијала за исплату пензија. Овим променама би се створили услови да висина пензија буде не само ревалоризирана у складу са висином инфлације него и у складу са повећањем реалних зарада запослених у привреди.⁷

Развоје Београдске берзе условљен је, дакле, и решавањем питања *институционалних инвеститора*. Развој институционалних инвеститора значајан је и за потенцијалне улагаче у хартије од вредности и за њихове емитенте. Њиховим формирањем омогућило би се појединцима да избор инвестиционих одлука препусте стручњацима који раде у оваквим институцијама. Функције институционалних инвеститора у развијеним економијама врше осигуравајућа друштва, пензионих и инвестиционих фондови.

⁷ Видети детаљније о овоме, Милутин Ђировић, *Пројектовање развоја тржишта капитала, Берза, посебно издање, септембар 1993. год., стр. 9.*

Осигуравајући заводи постоје у нашем финансијском систему а у наредном периоду би требало да промене структуру пласмана својих резерви. Знатан део тих средстава треба да буде пласиран у хартије од вредности које би се пласирале на берзи.

У неким земљама пензиони фондови представљају највеће институционалне инвеститоре. О потреби промене пословне политике пензионих фондова већ је било речи. Додајмо само, да би пензиони фондови убуће требало да се баве менаџментом портфеља, односно да управљају инвестицијама у хартије од вредности. Приходи по овом основу били би коришћени за исплату пензија осигураницима. Сваки осигураник би имао свој рачун на коме се кумулирају његова уплаћена средства али и приход од хартија у које су средства инвестирана.

Трећи тип институционалних инвеститора јавља се у форми инвестиционих фондова које емитују сопствене хартије од вредности, а исто тако имају пласмане у изабране берзанске хартије других компанија или државе. Инвестициони фондови су посебно интересантни за мале инвеститоре који желе да изврше дисперзију ризика на тај начин што инвестирају у велики број различитих хартија. Они сами не поседују довољно средстава ни знања да сами формирају такав портфељ хартија од вредности. Професионални инвеститори који раде у инвестиционим фондовима, средства која су им поверили улагачи, инвестирају у различите хартије са намером постизања оптималног циља инвестирања.⁸

Успех берзанског пословања зависи и од постојања *рејтинг организација* чије се пословање заснива на изради квалитативних и квантитативних анализа компанија које емитују хартије од вредности. Највећи корисници њихових услуга су брокерске и дилерске куће и инвестиционе организације, које на основу тих информација пружају саветодавне услуге својим клијентима. Рад ових организација од посебног је значаја у нашим условима, имајући у виду недовољну снабдевеност тржишта овим информацијама. Овакви подаци служили би инвеститорима као помоћ приликом доношења инвестиционих одлука.⁹

Стручњаци на Београдској берзи сматрају да посебне напоре треба учинити ка увећању *тржишног материјала* који би се на Берзи пласирао. На овом тржишту треба да буду заступљене све

⁸ *Шпире о значају институционалних инвеститора видет, Bernard J. Foley, Тржишта капитала, Мате, Загреб, 1993. год., стр. 177-200.*

⁹ *Видети, Б. Ђосић, Б. Јоргић, Улога берзе на финансијском тржишту, Пословна политика, април 1993. год., стр. 31.*

врсте хартија од вредности, њихови деривати, новац, девизе и злато. Оваква концентрација наведених пласмана јавља се и на другом берзана у свету. Захваљујући ликвидном секундарном тржишту хартија од вредности, власници хартија могу да дугорочно уложени капитал претворе у новчана средства продајом својих хартија, чиме се повећава понуда на тржишту новца. Да ли ће капитал претварати у новац или ликвидни новац у капитал, зависи од прихода који се остварују на основу дугорочно инвестираног капитала у односу на висину каматне стопе на тржишту новца. Исти принцип међузависности важи и на девизном тржишту као и на тржишту злата.

Неки економисти стимулисање улагања у акције виде у следећем решењу. Собзиром да је нелогично очекивати да се на почетку развоја берзанског пословања, чак и у стабилним условима привређивања, велики број фирми определи за емитовање акција које ће се котирати на берзи, неопходно је развијање тзв. *ОТЦ тржишта* (*over-the-counter market*). Реч је о трећем тржишту за акције које се не котирају на берзи. Тиме би се обезбедило тржиште за мала и средња предузећа и фирме које су се упустиле у високо ризичне послове а немају приступ берзи. Повећање учесника на берзи је могуће очекивати уколико се велики број предузећа претходно појави на ОТЦ тржишту. Субјекти који се појављују на овом тржишту морају задовољити одређене критеријуме који су далеко блажи од критеријума за појаву на берзи.¹⁰ Код нас ово тржиште још увек није развијено.

Употреба хартија од вредности као инструмената финансирања је уско повезана са токовима креирања и повлачења новца. Постоји дуга традиција широког ангажовања централних банака у свету у пословима куповине и продаје хартија од вредности, не само краткорочних већ и дугорочних. Понате као *операције на отвореном тржишту*, трансакције централних банака представљају значајан инструмент регулисања количине новца у оптицају, као и каматних стопа, а у неким развијеним привредама и основни инструмент монетарне политике.

У складу са овим искуством, паралелно са новим мерама које треба да допринесу ширем коришћењу хартија од вредности, Народна банка Југославије треба да припреми програм свог укључивања у процес шире употребе хартија од вредности. У том циљу већ су учињени одређени напори али још увек многе предности употребе финансијских инструмената нису искоришћене.

¹⁰ Видети, Борђе Букић, *Компаративна анализа функционисања тржишта акција, Берза, бр. 5, април 1992. год., стр. 25.*

Предности употребе берзанских хартија су посебно значајне за финансирање дефицита буџета федерације. Држава треба да користи могућност прибављања недостајућих средстава за финансирање буџетских расхода задуживањем на берзи капитала путем емисије обвезница.

ПРЕДНОСТИ БЕРЗАНСКОГ ПОСЛОВАЊА

Омогућавање даљег развоја берзанског пословања код нас, уз доследно поштовање тржишних правила пословања, може пружити одређене користи сваком учеснику у пословању са хартијама од вредности.

Привреди се кроз емисију и пласман хартија од вредности отварају нове могућности за прикупљање средстава потребних за инвестициону активност. Привредни субјекти, као емитенти хартија од вредности, путем обичних акција прибављају потребна средства, чија цена није унапред утврђена већ се формира у зависности од степена успешности пословања предузећа које је емитовало акције. Када је реч о обвезницама и повлашћеним акцијама, прикупљање средстава је по правилу могуће вршити по нижој цени од оне за прикупљена средства по основу банкарских кредита. Берза акција је својеврсно тржиште за контролу пословања предузећа, преко кога се оцењује њихова ефикасност. Функционисање овог тржишта утиче на повећање опште привредне ефикасности и води ка елиминисању неефикасних привредних субјеката из тржишне утакмице.

Банке приликом финансирања инвестиционих пројеката преузимају ризик пласмана, а остварују зараду на основу разлике између активне и пасивне каматне стопе. Развијено берзанско пословање омогућава банкама да преко својих служби помогну предузећима приликом емитовања хартија од вредности и тако им омогуће да прикупе инвестициони капитал од мноштва малих улагача. Оваквом активношћу банке не преузимају никакав значајан ризик, а остварују приход кроз наплату провизије за организовање и спровођење нове емисије хартија од вредности. Такође, кроз инвестирање у портфељ хартија од вредности могу да диверзификују ризик пласирања свог капитала.

Грађани који поседују вишак средстава појављују се као потенцијални инвеститори у хартије од вредности. Берза им омогућава да усмеравају своја средства у поједина предузећа и програме, очекујући већу зараду од оне коју би остварили кроз камату на

средства уложена код банака, али истовремено преузимају и ризик за своје инвестиционе одлуке. Инвеститори могу врло лако да промене своју инвестициону одлуку, која је везана за куповину одређене берзанске хартије, једноставном продајом конкретне хартије од вредности и куповином нове. На тај начин, посредвом берзе, инвеститори остварују сељење свог капитала ка оним инвестиционим пројектима који су тренутно профитабилнији.

Друштво свој интерес у развоју берзанског пословања види у томе што се кроз пласман хартија од вредности врши дисперзија ризика на велики број релативно малих инвеститора. На тај начин олакшава се покретљивост капитала и његово усмеравање ка профитабилним програмима, са тенденцијом увећавања и поновног инвестирања. Овакво пословање омогућава отварање нових радних места и повећање животног стандарда.¹¹

У југословенској привреди предности берзанског пословања још увек нису искоришћене. Коришћење таквих могућности условљено је спремношћу да се уведу сви неходни елементи тржишне привреде. Оно што охрабрује је чињеница да се све више излаз из тренутних економских проблема тражи ослонцем на тржиште капитала.

¹¹ *О значају берзанског пословања видети, Howard Griffiths, Financial Investments, Mc Graw-Hill Book Company, London, 1990. год., стр. 1-14.*

BELGRADE STOCK EXCHANGE POSITION AND PERSPECTIVE IN THE YUGOSLAV FINANCIAL SYSTEM

The spheres of financial market, capital market and stock-exchange transactions has been more and more occupying the Yugoslav professional public. The foundations for the development of stock-exchange transactions in our country were laid by the economic and fiscal reform that started at the end of 1988 and by the enactment of the Law on Money Market and Capital Market in 1989. Unfortunately, all the necessary preconditions have not yet been provided for the efficient operation of the Belgrade stock exchange.

The current position and development of the Belgrade stock exchange are globally discussed in this paper, with a particular attention given to the changes that might stimulate stock-exchange business. The modest results existing in the stock-exchange operations may be explained by the state of a deep economic crisis aggravated even more by the latest political events, as well as by the international status of Yugoslavia.

The capital market development is imposed as an indispensable condition for the recovery of unstable Yugoslav economy. The future economic development is conditioned by the readiness to introduce other elements of market economy activities. The long stocks-and-bonds market, which makes the basis of stock-exchange transactions, is not yet sufficiently developed in our country. Mainly short-dated financial instruments are in demand at our stock exchange.

Due to the deficiencies expressed during the stock exchange operations so far, we suggest some basic directions of changes aimed at their overcoming, which are related to the creation of economic stability and introduction of new institutions for the emission and circulation of stocks and bonds. Although the Belgrade stock-exchange transactions are really modest, the encouraging fact is that a way out of numerous economic problems has lately been sought by relying on the capital market.

Key words: stock exchange, stock-exchange transactions, financial market, stocks and bonds.