

PREGLEDNINI RAD – REVIEW SCIENTIFIC ARTICLE

## TRŽIŠTE KAPITALA KAO INSTITUCIONALAN PROSTOR NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Nikolic Nikola<sup>1\*</sup>, Laković Duško<sup>2</sup>, Vukasović Milan<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Visoka medicinska škola zdravstva - Doboj, Vojvode Sindelića 45, 74 000 Doboj, Bosna i Hercegovina, ognjen@vub.edu.ba

<sup>2</sup>Nezavisni Univerzitet Banja Luka, Veljka Mladenovića 12e, 78 000 Banja Luka, Bosna i Hercegovina

<sup>3</sup>Republička privredna komora Srbije, Resavska 13-15, 11 000 Beograd, Srbija

### APSTRAKT

Potrebe za dugoročnim sredstvima ekonomskih subjekata mogu se zadovoljavati generisanjem sopstvene akumulacije ili korišćenjem sredstava drugih učesnika u reprodukciji. U prvom slučaju riječ je o samofinansiranju - ulaganju zadržane dobiti. U drugom slučaju ekonomski subjekti pribavljaju kapital emitovanjem dužničkih ili vlasničkih finansijskih instrumenata investitorima, vlasnicima viškova kapitala, neposredno ili posredstvom finansijskih institucija. Transfernu funkciju, vezanu za korišćenje dugoročnih sredstava, obezbjeđuje segment finansijskog tržišta - tržište kapitala. Ovo tržište svoje ime duguje shvatanju da su sredstva koja se vraćaju ulagaču u dužem vremenskom periodu – kapital, jer se koriste uglavnom za realno investiranje, koje obezbjeđuje povećanje dohotka, odnosno povećanje društvenog bogatstva na duži rok. Cilj istraživanja u ovom radu odnosi se na tržište kapitala, kao jednog od elemenata finansijskog sistema, određenog finansijskim instrumentima, kao materijalom finansijskih transakcija i finansijskim institucijama, kao glavnim učesnicima tj. transaktorima na finansijskom tržištu.

**Ključne riječi:** hartije od vrijednosti, tržište, investiranje, rizik.

### UVOD

Tržište kapitala predstavlja institucionalno organizovan prostor sa svim potrebnim elementima, neophodnim za njegovo funkcionisanje u tačno određenom vremenu kao i pravila i uzanse ponašanja učesnika. Na tom prostoru i u okviru njegovog okruženja i pravila ponašanja organizovano se susreću ponuda i tražnja za kapitalom. Prema tome kada su nekom potrebna investiciona sredstva odnosno kapital on ih može pribaviti na tržištu kapitala emitujući obveznice, ili emitujući akcije i druge hartije od vrijednosti sa pravom učešća u dobiti tzv. akcijski ili vlasnički kapital. Na taj način tržište kapitala predstavlja specijalizovano tržište na kome se kapital nudi i traži dugoročno tzv. primarno tržište kapitala i na kome se trguje već emitovanim dugoročnim hartijama od vrijednosti, tzv. sekundarno tržište kapitala. Na osnovu rečenog, tržište kapitala se može definisati kao mjesto povezivanja ponude i tražnje za kapitalom, to jest dugoročnim finansijskim instrumentima (Erić, 2003, str. 434). Transakcije koje se odvijaju na ovom tržištu se nazivaju kapitalne transakcije ili transakcije kapitalom, a hartije od vrijednosti kojima se trguje na ovom tržištu se nazivaju dugoročne hartije od vrijednosti ili efekti (Novaković, Gligović, 2013, str. 157). Dobro organizovano tržište kapitala čini dobru osnovu za razvoj tržišne privrede u svakoj zemlji, pa se ono smatra jednim od najvažnijih postulata tržišne privrede. Pogrešno tumačenje tržišta kapitala u javnosti dovodi do nejasnoća u tumačenju razlike između tržišta novca i tržišta kapitala, kao i tržišta kapitala i berze akcija. (Stračević, Subotić, 2020, str. 34). Za razliku od tržišta novca, tržište kapitala je institucionalnog karaktera i na njemu se trguje sa finansijskim instrumentima sa dospelom dužim od jedne godine. Tržište kapitala se ne može izjednačavati ni sa berzom akcija, jer predstavlja organizovani prostor gdje se sučeljava ponuda i tražnja za kapitalom tj. dugoročnim finansijskim instrumentima.

Učesnicima se pruža mogućnost da brzo mijenjaju strukturu i smijer svojih investicionih plasmana, da brzo prelaze iz uloge štednje u ulogu zajmotražioca a da pri tome slobodna sredstva budu usmjerena u najrentabilnije investicione projekte što opet ima značaj sa makro aspekta. (Grubišić, 2008, str. 7)

Tržište kapitala predstavlja onaj dio finansijskog tržišta koji u sebi objedinjuje:

- Kreditno-zajmovno i depozitno investiciono tržište na kom se trguje dugoročnim investicionim kreditima, zajmovima, depozitima, na kome se susreću ponuda i potražnja za kapitalom čiji je jedini cilje omogućavanje finansiranja iz realnih izvora optimalnog privrednog razvoja.
- Hipotekarno tržište na kome se kao na specijalizovanom tržištu kapitala trguje hipotekarnim kreditima, založnicama i drugim hipotekarnim materijalom i gdje se upravlja hipotekarnim portfoliom čiji je isključivi cilj refinansiranje hipotekarnih kredita i zaštite imovine štediša i investitora realnim obezbjeđenjem.
- Tržište kapitalnih učešća na kome se trguje kapitalom uloženim kao osnivački kapital u privredne subjekte neakcionarskog tipa, a čiji je osnovni cilj da na tržišnim osnovama omogući uspješno restrukturiranje i imovinsku transformaciju privrednih subjekata u okviru nacionalne ekonomije.
- Tržište dugoročnih vrijednosih papira koje glase na nacionalni novac a sastoji se od primarnog i sekundarnog tržišta. (Vukasović, 2009, str. 215)

## PRAVNA REGULATIVA TRŽIŠTA KAPITALA

Najvažniji princip za emitovanje javljaju se u slučaju javne ponude vrijednosnih papira na organizovanom tržištu kapitala. U tom smislu postoje razne zakonske institucije koje ostvaruju društvenu kontrolu prometa vrijednosnih papira i regulišu njihovu registraciju. Jedna od najpoznatijih nalazi se u SAD pod nazivom SEC „Securities and Exchange Commission“ formirana 1933. godine. Cilj propisa je da zaštite investitora pa, između ostalog, obavezuju na objavljivanje svih vitalnih činilaca koji se odnose na nove emisije te na objavljivanje barem minimuma informacija koje nakon kupovine emitenti moraju dostavljati vlasnicima vrijednosnih papira. Propisi štite investitore i u slučaju kada se investicioni bankari u ulozi komisionara iz bilo kojeg razloga skloniji emitentu ili kad ne preuzimaju potpunu odgovornost za zaštitu interesa investitora.

Propisi, nadalje, određuju da brokeri kao agenti koji izvršavaju naloge za drugoga i za to primaju proviziju, te dileri koji posluju u svoje ime i za svoj račun moraju posjedovati državnu dozvolu za obavljanje transakcija vrijednosnim papirima, čime se takođe ostvaruje zaštita kupca.

**BROKER** je lice koje u poslovanju na berzi posreduje između kupaca i prodavaca finansijskih instrumenata i za svoje usluge naplaćuje proviziju. On nije vlasnik finansijskih instrumenata kojima se trguje. Broker se može specijalizovati samo za poslovne sa pojedinom vrstom vrijednosnih papira, kada ima ulogu agenta. Broker obavlja poslovne u tuđe ime i za tuđi račun.

**DILER** je lice koje kupuje i prodaje finansijske instrumente u svoje ime i za svoj račun. Dileri ne rade za proviziju već zaradu ostvaruju iz svog poslovanja odnosno iz razlike u cijeni finansijskog instrumenta. Dileri predstavljaju značajnu kategoriju berzanskih posrednika. On posreduje u trgovini finansijskim instrumentima, ali su ujedno i vlasnici finansijskih instrumenata kojim se trguje. Dileri kupuju i prodaju finansijske instrumente sa ciljem da ostvare profit u razlici u cijeni.

Većina berzanskih posrednika istovremeno vrši i berzanske i dilerske poslove pa se uobičajeno nazivaju brokersko-dilerska društva. Ova društva učesnicima na finansijskim tržištima vrše sledeće usluge:

- Kupovinu i prodaju svih finansijskih instrumenata na svim vrstama finansijskih tržišta,
- Pružanje mogućnosti kratkoročnog kreditiranja preko svojih kreditnih agencija,
- Čuvanje vrijednosnih papira u posebnim sefovima, čime se sprječava mogućnost njihovog nestajanja ili oštećenja, i
- Savjetodavne, konsultantske i druge usluge (Vukasović, 2009, str. 216).

## PRIMARNA I SEKUNDARNA TRŽIŠTA

Primarna finansijska tržišta su ona na kojima se vrši primarna emisija pojedinih vrijednosnih papira. Primarna tržišta se vezuju za uvođenje novih vrijednosnih papira, odnosno na ovim tržištima se obavlja prva transakcija sa tim hartijama na primarnom tržištu kao uostalom i na ostalim tržištima postoje dvije osnovne kategorije subjekata- kupci i prodavci. Oni na ovom tržištu imaju sasvim određene specifičnosti kada kupci kupuju tek emitovane vrijednosne papire oni postaju ujedno i njeni prvi vlasnici. Dakle riječ je o prvoj kupovini novo emitovanih vrijednosnih papira. Za kupca ova kupovina predstavlja investiciju a on se naziva investitorom, s obzirom da u budućnosti od nje očekuje prihode veće od trenutnih ulaganja. S druge strane prodavci novih vrijednosnih papira nalaze se u ulozi emitenta. Preko primarnog tržišta oni dolaze do sredstava za finansiranje svojih aktivnosti.

Sekundarno tržište kapitala je ekonomski prostor na kome se trguje dugoročnim finansijskim instrumentima. Na primarnom tržištu kapitala investira se u dugoročne finansijske instrumente i mobilisani kapital usmjerava se u proizvodnju ili potrošnju. Na sekundarnom tržištu takođe se ostvaruje proces investiranja, ali on je istovremeno i proces dezinvestiranja: prethodni vlasnici prodaju finansijske instrumente.

Sekundarno tržište ne može postojati bez primarnog. S druge strane investitor će se lakše odlučiti na kupovinu nekog finansijskog instrumenta na primarnom tržištu ako uvijek može obezbjediti njegovu likvidnost i posredstvom sekundarnog tržišta. Veza između ova dva tržišta je i složenija, cijena finansijskog instrumenta koja se formira na tržištu, kapitalizacija preduzeća na sekundarnom tržištu usloviće njegovu poziciju na primarnom.

Sekundarno tržište je ambijent u kome se izražava ponuda i tražnja za emitovanim finansijskim instrumentima i utvrđuje njihova cijena. Sa širenjem tržišta i povećanjem broja preduzeća čiji finansijski instrumenti posjeduju pretpostavke tržišnosti, odnosno produbljivanjem tržišta kroz povećanje broja instrumenata kojima se trguje, sva ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima ima tendenciju centralizacije, što omogućava formiranje cijene koja obuhvata svu raspoloživu ponudu i tražnju. Učesnici u trgovini i svojim operacijama utiču na izjednačavanje cijena. Stoga, može se reći da se cijena finansijskih instrumenata na razvijenom tržištu kapitala približava pojmu perfektne cijene. Cijene koje se ostvaruju na četvrtom tržištu ( Fourth Market) su predmet ugovora i na trećem tržištu dileri nisu u obavezi da održavaju red (Pešević i dr, 2020, str. 232)

Sekundarno tržište kapitala s obzirom na stepen centralizacije ponude i tražnje može biti organizovano kao berza ili šaltersko tržište. Sa razvojem komunikacione tehnologije, kao oblik institucionalizacije sekundarnog tržišta javlja se i neposredna trgovina krupnih investitora koja se radi registrovanja ponuda i tražnje, prijavljuje berzi. Ovaj oblik sekundarnog tržišta tamo gdje postoji zove se četvrto tržište dok je naziv drugo tržište rezervisan za berze na kojima se trguje vrijednosnim papirima ekonomski manje snažnih emitenata (Vukasović, 2009, str. 217).

## Berze

Prostor na kome se trguje dugoročnim finansijskim instrumentima naziva se berza. Riječ koja označava lokaciju za specifičnu funkciju trgovine, u srednjovjekovnoj Holandiji bila je ime familije Van der Burse, u čijoj je zgradi obavljana trgovina vrijednosnim papirima, pa samim tim pojam berza potiče od te familije. Berze su danas visoko organizovane institucije, sa specifičnim oblikom inkorporacije/neprofitne institucije) u vlasništvu države ili učesnika u trgovini. One su ustanove sa javnim ovlašćenjem odnosno mogu donositi obavezujuća pravila trgovine za učesnike i vršiti kontrolu njihovog ispunjavanja. U tu svrhu berze donose posebna pravila. Lica koja trguju na berzi, članovi berze ili berzanski posrednici moraju ispunjavati utvrđene uslove u pogledu oblika organizacije, imovinskog statusa, obaveza prema berzi. Ove uslove propisuju državni organi, berzanske komisije ili sama berza. Berzanski posrednici su brokери ako posluju u ime i za račun klijenata ili dilera ako mogu poslovati u svoje ime i za svoj račun. Pojedine berze dalje raščlanjavaju ove funkcije. Na njujorškoj berzi komisioni broker djeluje po nalogu komisionog brokera u prostorijama berze, ukoliko ovaj ima veliki obim naloga za izvršavanje. Specijalisti su brokeri koji

izvršavaju ograničene naloge komintenata ili komisioh brokera ili dileri, koji trguju hartijama od vrijednosti tačno određene vrste, igrajući ulogu marker mejkera odnosno moraju u svakom momentu biti spremni da kupe ili prodaju vrijednosne papire za koju su specijalizovani, čak i u slučaju veoma velikih kolebanja u ponudi i tražnji. Prijem na berzi se zove *listing*. Uslovi za prijem su strogi. Npr. da bi se na njujorškoj berzi kotirali njegovi finansijski instrumenti, emitent mora imati:

- ❖ Prihod prije oporezivanja u prethodnoj godini od najmanje 2,3 miliona dolara ili za prethodne tri godine ukupno 6,5 miliona,
- ❖ Neto fiksnu aktivu od najmanje 18 miliona,
- ❖ Najmanje 1,1 milion emitovanih akcija u posjedu investitora, dok njihova ukupna tržišna vrijednost (kapitalizacija, odnosno broj akcija koja se trguje pomnožen vrijednošću svake akcije), mora biti najmanje 18 mil. dolara,
- ❖ Najmanje 2 hiljade dioničara, od kojih svaki mora imati najmanje po 100 dionica ili najmanje 2200 akcionara sa prosječnim obimom mjesečne trgovine od 100 000 dionica (NYSE, 1989, pravila 4224-24). Osim njujorške značajne su i londonska, tokijska, frankfurtska i milanska berza.

### Šaltersko tržište

Naziv šaltersko tržište dolazi iz američke prakse, jer su nekad vrijednosni papiri bili prodavani i preko bankarskih šaltera. Danas je to tržište specijalizovano za dugoročne finansijske instrumente koji nisu primljeni u listing na berzama zato što emitenti ne ispunjavaju kriterijume berze ili ne žele kotaciju. Mreža dilera i brokera povezanih komunikacionim linijama vrše funkciju šalterskog tržišta. Šaltersko tržište je sistem automatskih kotacija na mreži međusobno spojenih računara (Kidwell i dr. 2000, str. 288). Vanberzansko tržište (OTC) nema fiksno sjedište, poput londonske berze vrijednosnih papira (LSE) koja se nalazi u velikoj zgradi u središnjem Londonu. Dileri kontrolišu OTC tržište, jer oni određuju cijenu po kojoj žele kupiti i prodati. Trgovanje se ne obavlja putem fizičkog šaltera, već učesnici trgovine kupuju i prodaju putem telefona, e-maila ili čak usluga slanja istovremenih poruka. Postoje dva glavna načina organizovanja finansijskog trgovanja: berze i vanberzanska tržišta. Posljednja su u suštini bilateralna, sa sudionicima koji posluju jedni s drugima, a ne putem berze. Ne postoji fizičko sjedište i učesnici trgovine komuniciraju putem telefona, e-maila i sistemima trgovanja za vlastiti račun. Na OTC tržištima trguje se obveznicama, valutama i deonicama, kao i instrumentima novčanog tržišta. Postoje dvije vrste OTC trgovanja. Jedna vrsta uključuje dilere koji trguju s drugim dilerima, dok druga uključuje dilere koji trguju sa svojim klijentima. Cijena koju će diler odrediti za drugog dilera može se znatno razlikovati od one koju određuje za klijenta. OTC tržišta slabije su organizovana od tradicionalnih berzi, ali ta neformalnost znači da učesnici trgovine mogu vrlo brzo sklapati poslove. Ulagači na OTC tržište mogu trgovati, a da samo trgovanje i cijena koju su platili ne bude objavljena.

### INVESTICIONO BANKARSTVO

Investicione banke su po obimu kapitala najsnažniji i najmoćniji učesnici na tržištu kapitala svake zemlje. Za razliku od komercijalnih banaka, pasivu investicionih banaka u većinskom dijelu čini kapital u čemu je dalje značajno učešće tzv. vlastitog kapitala. Istovremeno i adekvatno tome i aktiva ovih banaka sastoji se najvećim dijelom iz plasmana na tržištu kapitala. Zbog posredovanja značajnog obima sopstvenog kapitala i velikog broja svojih stručnjaka i eksperata za transakcije na emisionom – primarnom tržištu kapitala, ove banke na području aktivnosti emisije i plasmana efekata imaju vodeću i izuzetno značajnu ulogu na tržištu kapitala.

Ako preduzeće putem otvorene emisije vrijednosnih papira želi pribaviti novčana sredstva ili želi da se njegovi već emitovani vrijednosni papiri pojave ili kotiraju na organizovanom tržištu kapitala, ono najčešće koristi usluge investicione bankarske kuće. Osobe odgovorne za posredovanje odnosno za pronalaženje investitora za kupovinu vrijednosnih papira (koji se prodaju na sekundarnom tržištu kapitala) nazivaju se investicionim bankarima. Dakle to nisu bankari u običnom smislu riječi a nisu ni investitori. Investiciono bankarstvo ili I-banking, kako se često naziva, jeste termin koji se koristi da bi se opisao proces pronalaženja kapitala (raising of capital) određenim

kompanijama ili savjetovanje kompanija o različitim vrstama finansiranja ili merdžer alternativama. Kapital u principu znači novac. Kompanijama treba novac kako bi mogle da rastu i šire svoje poslovanje; investicione banke prodaju hartije od vrijednosti (securities) zainteresovanim investitorima za keš. Takve hartije od vrijednosti mogu biti u formi akcije (stocks) ili obveznice (bonds). Tradicionalno se pod pojmom investicionog bankarstva podrazumijeva prikupljanje kapitala i plasman hartija od vrijednosti i pružanje brokersko-dilerskih usluga.

Investicione bankare često nazivaju i potpisnicima ili osiguravaocima i oni predstavljaju primarno tržište vrijednosnih papira.poslovi i problemi koji proizilaze iz postupka stavljanja u promet vrijednosnih papira i iz njihovog plaćanja previše su stručni da bi ih uspješno rješavao menadžment preduzeća. Tu je potrebno poznavati stanje i tekući razvoj tržišta kapitala, te opšti nivo kamatnih stopa i procjenjivati njihovo potencijalno kretanje u budućnosti. Konačno ako se želi postići racionalna i temeljna distribucija vrijednosnih papira, potrebna je specijalizovana prodajna organizacija. Početni korak preduzeća u puštanju vrijednosnih papira u opticaj obično je u traženju usluga neke ugledne investicione bankarske kuće. Investiciona bakarska institucija koja prva postigne dogovor sa emitentom naziva se pokretačem. Bankar i preduzeće tada zajednički razrađuju detalje emisije kako bi ostvarili maksimalno mogući odziv uz najmanji mogući trošak a u tom pravcu i obliku emisije da bi bila prihvatljiva za potencijalne investitore.

Investicioni bankar sa emitentom dijeli odgovornost za zakonitost cijelog posla i pomaže emitentu u sastavljanju registracione izjave koja se dostavlja zakonskom posredniku radi odobrenja emisije. Sastavni dio registarske liste je i prospekt koji se nakon odobrenja i nakon određivanja cijene umnožava i dostavlja potencijalnim investitorima. Prospektom se prikazuju relativne činjenice koje su potrebne investitoru da ocijeni novu ponudu.

Kada investicioni bankar na sebe preuzme rizik emisije odnosno kada taj bankar otkupi emisiju vrijednosnih papira,što se naziva potpisivanje ili osiguranje, on obično formira sindikat investicionih bankara za distribuciju vrijednosnih papira . Na taj način svi članovi sindikata postaju zainteresovane stranke, distributivna mreža se širi a rizik distribucije vrijednosnih papira se dijeli.

Prodajom vrijednosnih papira po nešto višoj cijeni nego što su ih platili emitentu investicioni bankari ostvaruju određenu zaradu. Razlika između ove dvije cijene naziva se raspon. Prilikom emisije vrijednosnih papira možda je najteža odluka određivanje očekivane prodajne cijene, koja ne smije biti preniska da ne bi bila neisplativa za emitente a ni previsoka da ne bi prouzrokovala gubitke osiguravaocima. Da bi se maksimalno smanjio rizik, cijena se po pravilu određuje krajem registracionog perioda.

## **RIZICI NA TRŽIŠTU KAPITALA**

Ulaganje investitora u hartije od vrijednosti na tržištu kapitala motivisano je ostvarivanjem očekivanog prinosa. Očekivani prinos investitor može ostvariti a isto tako može da ga i ne ostvari zbog prisustva rizika i to od momenta emisije pa do momenta prodaje hartije od vrijednosti investitoru. Dakle, hartije od vrijednosti na tržištu kapitala su izložene rizicima.

Najznačajniji oblici rizika na tržištu kapitala su :

- ❖ kreditni rizik,
- ❖ kamatni rizik,
- ❖ rizik inflacije,
- ❖ rizik promjene deviznog kursa,
- ❖ rizik likvidnosti,
- ❖ garancijski rizik,
- ❖ terminski rizik (Chapman, 2006, str. 207).

*Kreditni rizik* nastaje zbog nesposobnosti emitenta da svoje kreditne obaveze izvrši o roku njihovog dospijea. Kreditni rizik je prisutan i kada emitent nij u stanju da izmiri nominalnu vrijednost prodatih hartija od vrijednosti. Povećanje ili smanjenje kreditnog rizika direktno je vezano za kreditnu sposobnost emitenta.

*Kamatni rizik* je vezan za nespremnost emitenta da izvrši izmirenje kamata po osnovu prodatih dugovnih hartija od vrijednosti, pa stoga nije spreman da isplati ugovorene kamate po osnovu emitovanih dugovnih hartija od vrijednosti

*Rizik inflacije* je prisutan ukoliko dođe do neočekivano povećanog djelovanja visoke stope inflacije. Razlog pojave rizika inflacije u ovakvom ambijentu tj. Povećanog djelovanja visoke stope inflacije jeste njeno nepredviđanje u momentu definisanja fiskalne nominalne kamatne stope. Pod ovakvim okolnostima investitori koji ulažu dugovne dugoročne hartije od vrijednosti gube kamatni prihod, a potom će ostvariti i kapitalni gubitak kada stopa inflacije bude iznad kuponske stope. Dakle, rizikom inflacije su izložene emitovane dugoročne hartije od vrijednosti sa fiksnim prinosom (kamatom).

*Rizik likvidnosti* je vezan za tržište kapitala u kontekstu da se emitovane hartije od vrijednosti neće moći prodati tj. pretvoriti u gotov novac. Ovaj oblik rizika prisutan je kod hartija od vrijednosti sa niskim rejtingom. Investitori koji hartije od vrijednosti drže do roka njihovog dospijeca, nisu izloženi riziku likvidnosti.

*Garancijski rizik* je prisutan kada poslovna banka zbog potencijalnih obaveza njenog klijenta pristupa izdavanju garancije. Garancijski rizik nastaje ukoliko klijent nije u stanju da o roku dospjeca izmiri svoju obavezu, pa umjesto njega obavezu izmiruje poslovna banka koja je izdala garanciju tj. time prihvatila ulogu garanta.

*Terminski rizik* je vezan za terminsku prodaju hartija od vrijednosti. Terminska prodaja hartija od vrijednosti predstavlja njihovu prodaju na duži vremenski rok. Ovaj rizik nastaje zbog neadekvatne procjene kretanja cijene hartija od vrijednosti o roku njenog dospijeca od strane emitenta.

Finansijske institucije su kroz čitav spektar svojih aktivnosti izložene nepredvidivim promjenama faktora rizika, budući da su rizik i neizvesnost inherentna karakteristika finansijskog poslovanja. U finansijskom poslovanju rizik i neizvjesnost rastu sa promjenama u kamatnim stopama, deviznim kursovima, kreditnoj sposobnosti klijenata, ali i pod dejstvom takvih faktora kao što su deregulacija, moralni hazard, kao i ulaskom banaka u poslove koji ranije nisu bili tradicionalno bankarski. Naime, tokom posljednjih dvadesetak godina međunarodni finansijski sektor prošao je kroz značajne strukturalne promjene. Snažan razvoj međunarodnih finansijskih tokova generisan procesom globalizacije i deregulacije, prije svega u oblasti bankarstva, doveo je do značajnih promjena u finansijskom okruženju (jačanju konkurencije), karakteristikama i zakonitostima finansijskog tržišta. Klasična finansijska teorija, kao i čitava teorija investiranja zasnovane su na ideji da cijene finansijske aktive slijede marginalni proces, odnosno da su tržišta efikasna. Međutim, događaji s kraja devedesetih godina prošlog i s početka ovog vijeka (dužničke krize), kao i najnovija svjetska ekonomska kriza (slom američkog hipotekarnog tržišta) su ukazali na to da je volatilitnost (nestabilnost) finansijskih tržišta dominantan faktor koji utiče na vrijednost finansijske aktive i na ponašanje partipicpanata na finansijskim tržištima. Prisustvo asimetrije i neravnoteže jasno ukazuju na to da su finansijska tržišta neefikasna. U ovakvim okolnostima modeli za procjenu vrijednosti finansijske aktive zasnovani na hipotezi o efikasnosti tržišta nisu realni (Robert, 2005. str. 58-72).

## ZAKLJUČAK

Finansijska tržišta predstavljaju najznačajniji faktor ukupnog ekonomskog i privrednog sistema u zemljama sa razvijenom tržišnom privredom. Ona omogućava normalno odvijanje privrednih odnosa. Finansijska tržišta predstavljaju i najosjetljiviji dio ukupnog ekonomskog i finansijskog sistema svake zemlje. Ona omogućavaju normalno i nesmetano funkcionisanje nacionalne ekonomije. Na njima se odražavaju sva zbivanja u realnim tokovima društvene reprodukcije. Ova tržišta predstavljaju jedan od osnovnih postulata tržišne privrede i dio su ekonomskog sistema. Na njih vrše uticaj promjene na tržištu proizvoda i promjena faktora proizvodnje. Takođe, finansijska tržišta vrše povratni uticaj na tržište proizvoda i faktore proizvodnje. Razvojem finansijskih tržišta povećava se ponuda finansijskih instrumenata, čime i drugi oblici aktive postaju predmet tržišnog valorizovanja. Finansijska tržišta imaju veliki značaj za razvoj proizvodnje, povećanje društvenog

proizvoda i ostvarivanja akumulacije. Transfernu funkciju, vezanu za korišćenje dugoročnih sredstava, obezbeđuje segment finansijskog tržišta - tržište kapitala. Ovo tržište svoje ime duguje shvatanju da su sredstva koja se vraćaju ulagaču u dužem vremenskom periodu – kapital, jer se koriste uglavnom za realno investiranje, koje obezbeđuje povećanje dohotka, odnosno povećanje društvenog bogatstva na duži rok.

Za osnovu tržišta kapitala se uzima dugoročna finansijska aktiva, odnosno, ako se analizira kao tržište finansijskih instrumenata – emisija i trgovina dugoročnim finansijskim instrumentima. Riječ je o finansijskoj aktivi koja proističe iz zadovoljavanja akumulativnih potreba proizvodnih, odnosno dugoročne potrošnje neproizvodnih sektora. Pošto zadovoljavanje ovih potreba doprinosi formiranju društvenog kapitala, dugoročne finansijske instrumente možemo smatrati i za instrumente tržišta kapitala. Tržište kapitala je tržište dugoročnih finansijskih instrumenata (dužničkih hartija s rokom dospelja preko jedne godine i vlasničkih hartija – akcija), uključujući i hipotekarno tržište. Značaj ovog tržišta ogleda se u tome što se na njemu obavljaju transakcije namijenjene finansiranju dugoročnih investicija preduzeća, banaka ili država izvorima koji su slobodni na period duži od godinu dana. Na ovom tržištu pribavlja se kapital koji je neophodan za dugoročan rast i na njemu se utvrđuje cijena kapitala. Tržište kapitala najčešće funkcioniše kao organizovano tržište, posebno u slučaju tržišta akcija.

Rizik hartija od vrijednosti može se posmatrati iz ugla vlasnika hartije od vrijednosti i iz ugla menadžera. Vlasnici hartija od vrijednosti nastoje da ostvare što veću zaradu, pa su skloni većem riziku od menadžmenta. Sve vrste rizika bitno utiču na formiranje tržišnih cijena hartija od vrijednosti.

## **LITERATURA**

- Chapman, R., (2006), Simple tools, techniques for enterprise risk management, John Wiley and Sons, Chichester,
- Erić, D. (2003), Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja štampa, Beograd
- Grubišić, Z. (2008), Osnovi finansijskih tržišta, Beograd,
- Kidwell, S.D., Peterson, L. Blackwell, W.D. (2000), Financial Institutions, Markets and Money, The Dryden Press-Harcourt college Publisher, Fort Worth
- Novaković, S. Gligović, D. (2013), Finansijska tržišta i berze, VPTŠ, Doboj
- Pešević, S. Subotić, S. Vukasović, D. (2020), Poslovne finansije, Grafid, Banja Luka
- Robert, J. (2005), A New Paradigm for Portfolio Risk, The Handbook of Risk, John Wiley and Sons, New Jersey
- Starčević, V. Subotić, S (2020), Finansijska tržišta i instrumenti, EF, Bijeljina
- Vukasović, D. (2009), Poslovne finansije, Minerva, Subotica

## **CAPITAL MARKET AS AN INSTITUTIONAL SPACE IN THE FINANCIAL MARKET**

Nikola Nikolić<sup>1\*</sup>, Duško Laković<sup>2</sup>, Milan Vukasović<sup>3</sup>

<sup>1</sup>The College of Service Business, Cara Lazara bb, 71 350 Sokolac - Istočno Sarajevo Bosnia and Herzegovina, ognjen@vub.edu.ba

<sup>2</sup>Independent University of Banja Luka, Veljka Mladenovića 12e, 78 000 Banja Luka, Bosnia & Herzegovina,

<sup>3</sup>Serbian Chamber of Commerce, Resavska 13-15, 11 000 Beograd, Serbia

### **ABSTRACT**

The needs for long-term resources of economic entities can be met by generating their own accumulation or using the resources of other participants in reproduction. In the first case, it is about self-financing - investing retained earnings. In the second case, economic entities obtain capital by issuing debt or equity financial instruments to investors, owners of surplus capital, directly or through financial institutions. The transfer function, related to the use of long-term funds, is provided by the financial market segment - capital market. This market owes its name to the understanding that the funds that are returned to the investor in a longer period of time are capital, because they are used mainly for real investment, which provides an increase in income, ie an increase in social wealth in the long run. The aim of the research in this paper refers to the capital market, as one of the elements of the financial system, determined by financial instruments, as the material of financial transactions and financial institutions, as the main participants, ie. financial market transactions.

**Keywords:** securities, market, investment, risk.