

PREGLEDNI NAUČNI RADOVI

UDK 336.76

336.747.5

*Pregledni naučni rad***TRŽIŠTE KAPITALA - MEĐUNARODNI KONTEKST**

EDIN RIZVANOVIĆ*

CAPITAL MARKET - INTERNATIONAL CONTEXT

Abstract: *The author in this paper has limited onto the basic outlines of the capital market, treating international aspect. In the capital market as the participants appear banks, stock markets, investment funds, insurance companies, pension funds, trust funds. This paper treats capital market instruments: equity instruments (shares), debt instruments (securities) and derivative instruments (futures contracts and options). Besides them, in the capital market the subject of trade can be instruments of the mortgage market. The author also, in the presented paper points out to the methods for collection (emission) of capital. The introduced outlines, in aggregate terms, point out to a wide range of institutes and institutions involved in the capital market, diversity and multifunctionality of relevant market instruments, which determines their significance, both at the individual business level, and in terms of the general monetary, economic and social image.*

Key words: *capital market, stock markets, quotations, OTC market, the capital raising, funds, securities, shares, institutional investors*

Sažetak: *Autor se u ovom radu ograničio na osnovne odrednice tržišta kapitala, tretirajući međunarodni aspekt. Kao učesnici na tržištu kapitala pojavljuju se banke, berze, investicioni fondovi, osiguravajuća društva, mirovinski fondovi, povjerenički fondovi. Rad tretira instrumente tržišta kapitala: vlasničke instrumente (dionice), instrumente duga (obveznice), te derivativne instrumente (fjučers ugovori i opcije). Pored njih, predmet trgovanja na tržištu kapitala mogu biti i instrumenti hipotekarnog tržišta. Autor nam kroz prezentirani tekst ukazuje i na metode prikupljanja (emisije) kapitala. Iznesene postavke, u zbirnom izrazu, upućuju na širok spektar instituta i institucija uključenih na tržištu kapitala, te na raznovrsnost i multifunkcionalnost relevantnih tržišnih instrumenata, što determinira njihov značaj, kako na individualnoj poslovnoj ravni, tako i u pogledu opće monetarne, ekonomske i socijalne slike.*

* Prof. dr. Edin Rizvanović, Pravni fakultet (Univerziteta „Džemal Bijedić“), Mostar.

Ključne riječi: tržište kapitala, berze, kotacije, OTC tržište, pribavljanje kapitala, fondovi, obveznice, dionice, institucionalni investitori

Uvod

Na tržištu kapitala se na institucionaliziran način trguje dugoročnim finansijskim instrumentima - vrijednosnim papirima i fondovima (kreditima) sa rokom dospelosti preko jedne godine. Najznačajniji dugoročni vrijednosni papiri koji kotiraju na tržištu kapitala su obveznice i dionice. Njima, u navedenom kontekstu, treba dodati derivativne instrumente - opcije i fjučers. Razlikujemo primarno i sekundarno tržište kapitala. Primarno tržište kapitala označava institucionalni susret ponude i tražnje prve emisije (dugoročnih) vrijednosnih papira. Značajnu ulogu u vrednovanju novih emisija vrijednosnih papira imaju investicione banke, koje uz otkup nove emisije, kontribuiraju sniženju troškova za izdavaoca vrijednosnih papira. Nešto lošiju poziciju, u navedenom kontekstu, imaju mala preduzeća koja su prinuđena da, po pravilu, sami pronalaze zainteresiranog kupca. Sekundarno tržište kapitala jeste tržište na kome se vrši promet već emitiranih vrijednosnih papira. Postojanje i funkcioniranje sekundarnog tržišta je od posebnog značaja jer omogućava proces permanentnog vrednovanja poslovanja izdavaoca, koje se ogleda u promjenama cijena vrijednosnih papira u skladu sa poslovanjem izdavaoca, ali i očekivanjima investitora o budućoj uspješnosti poslovanja emitenta. Polaznu osnovu u analizi tržišta kapitala predstavlja struktura kapitala poslovnih subjekata. Prema uporednom pravu kapital preduzeća može se kategorizirati u tri razreda: trajni kapital, koji, po pravilu, referira na obične dionice (equity capital u Velikoj Britaniji, common stock u SAD-u), preferencijalni kapital (preferencijalne dionice), i posuđeni kapital - zadužnice¹ i neosigurani zajmovi preko dionica.

Dionice svakako spadaju među najznačajnije i najzastupljenije instrumente tržišta kapitala. U tom smislu dionička društva, odnosno vlasnici dionica, nastoje optimizirati mogućnosti što im ova vrsta vrijednosnih papira nudi. Odluka o prodaji dionica, odnosno o pribavljanju kapitala, znači rješavanje dva temeljna

¹ Zaduznice su vrijednosni papiri koje izdaje preduzeće, koristeći, pri tome, svoju imovinu kao osiguranje. Mogu biti promjenjivog ili fiksnog iznosa. Zaduznice imaju najviši prioritet prilikom plaćanja kamata i isplate kapitala po likvidaciji. Neosigurani zajam preko dionica ne povlači za sobom zaduženja na imovini preduzeća, te je stoga nižeg prioriteta u odnosu na zaduznice. Iz ove karakteristike proizlazi veća kamatna stopa na kredit u odnosu na zaduznice. Vlasnici neosiguranog kredita, poput vlasnika zaduznica, imaju povjerenika čija je dužnost paziti da emitent ispunjava uvjete kredita. Bernard J. Foley, Tržišta kapitala, Mate d.o.o., Zagreb, 1993, str. 13.

problema: izbor tržišta i izbor metoda prodaje.² Prema iskustvu Velike Britanije postoje četiri potencijalna tržišta, što bi značilo da preduzeća imaju mogućnost optiranja između:

- kotacije (potpunog popisa) - npr. Međunarodna berza vrijednosnih papira (ISE)
- tržišta vrijednosnih papira koji ne kotiraju na berzi (USM),
- trećeg tržišta,
- tržišta preko pulta (OTC).

Navedena tržišta razlikuju se prema uvjetima kotacije i kriterijima izvještavanja koja moraju zadovoljiti preduzeća, te stepenom kontrole javnosti kojima su izložena preduzeća.

Institucionalni segment

Londonska berza vrijednosnih papira (ISE) je, poslije spajanja sa Međunarodnom organizacijom za regulativu vrijednosnih papira (1986. godine), kao ovlaštena investicijska berza, postala najveće tržište za prikupljanje kapitala u evropskoj vremenskoj zoni. U Francuskoj, u navedenom kontekstu, treba istaći Službenu berzu (Marché Officiel) i Sekundarnu berzu (Second Marché) u Parizu, dok u Njemačkoj, tačnije Frankfurtu, značajnim se smatraju Službenu berza (Amtlicher Handel) i Regulirano tržište (Geregelter Markt).

Tržište vrijednosnih papira koji ne kotiraju na berzi (USM) i Treće tržište su mlađa tržišta koja su počela djelovati početkom osamdesetih godina prošlog stoljeća, odnosno, u slučaju Trećeg tržišta 1987. godine. Njihova introdukcija je bila motivirana povećanjem konkurentnosti u odnosu na OTC tržište čime bi se omogućilo manjim preduzećima da postepeno napreduju ka potpunoj kotaciji. Do 1990. godine USM je obuhvatao oko 450 preduzeća, i kapitalizacijom od cca 9 milijardi funti, dok se Treće tržište, u isto vrijeme, sastojalo od cca 70 preduzeća uz kapitalizaciju od 600 miliona funti. Početkom devedesetih godina prošlog stoljeća (u GB) došlo je, temeljem zahtjeva za harmonizacijom propisa iz ove oblasti, do stapanja USM-a i Trećeg tržišta. Tržište preko pulta (Over the Counter - OTC)³ referira na mogućnost samostalnog investicijskog poslovanja. Naime, svaki pojedinac ovlašten za vođenje investicijskog poslovanja (posrednici, brokeri) može stvoriti tržište dionica preduzeća, izvan berze. Na taj način nastaju tzv. nekotirajuće, odnosno OTC dionice. Dionice kupljene na OTC tržištu smatraju se riskantnijim, u odnosu na one s berze, iz nekoliko razloga: radi se o

² Više o donošenju odluka u: Roger Bennet, Management, Informator / POTECON, Zagreb, 1994, str. 19-22.

³ Ibid., str. 149-156.

novim (mladim) preduzećima, ograničena je javnost, malo dionica je u javnom vlasništvu, stepen zaštite investitora je niži u odnosu na berzanski. U Sjedinjenim Američkim Državama djeluje elektronsko tržište preko šaltera - NASDAQ, odnosno Sistem automatskih kotacija nacionalnog udruženja posrednika vrijednosnim papirima. Postoji nekoliko metoda pribavljanja (emisije) kapitala:

- privatna emisija,
- javna emisija,
- ponuda za prodaju,
- uvođenje.

Privatna emisija implicira pribavljanje kapitala putem prodaje dionica postojećim članovima, zaposlenicima, ili trećoj strani koja raspolaže dovoljnom finansijskom snagom. Privatne emisije nisu nužno dobro došle investitoru izuzev ako odnosno preduzeće nema namjeru da u skoroj budućnosti zatraži kotaciju na tržištu. Ovaj oblik pribavljanja kapitala je posebno zastupljen u SAD-u.

Javna emisija podrazumijeva ponudu dionica institucionalnim ili individualnim klijentima, što znači da nije usmjerena javnosti, odnosno da ne sadrži opću ponudu, kako bi se moglo po nazivu zaključiti. Prednost ove metode prikupljanja kapitala je ekonomičnost. Prema pravilima Londonske međunarodne berze najmanje 25% dionica treba biti ponuđeno glavnim sudionicima na tržištu.

Ponuda za prodaju može biti dvojaka - po fiksnoj cijeni ili prodaja na tenderu. Kod ponude za prodaju sa fiksnom cijenom mogu se koristiti dvije tehnike: direktna prodaja javnosti ili indirektna prodaja, dodjeljivanjem vrijednosnih papira posredniku (brokeru). Upotreba prve tehnike implicira osiguranje emisije dionica od strane institucionalnih investitora, uz proviziju za učinjenu uslugu. Ukoliko se to pak čini preko posredničkih preduzeća, onda posrednici, nakon što kupe sve dionice, nude ih javnosti po višoj cijeni. Razlika predstavlja njihovu proviziju.

Ponudom za prodaju na tenderu, za razliku od prodaje po fiksnoj cijeni, nastoji se otkloniti rizik potcijenjenosti tražnje. Broker kod ove tehnike određuje minimalnu cijenu dionica i upućuje poziv javnosti da kupi dionice po toj ili višoj cijeni. Na početku dionice se prodaju po najvišoj cijeni, nakon čega broker postepeno snižava cijenu, sve dok ne proda cijelu emisiju.⁴

Uvođenje podrazumijeva konačni način dolaska preduzeća na berzu. U slučaju uvođenja ne provodi se nova emisija dionica, što znači da preduzeće nije zainteresirano za kratkoročno prikupljanje kapitala, već je interes usmjeren

⁴ Više o dionicama u: Hadžović Mehmedalija, Normela Džafić, Finansijska tržišta i institucije, Univerzitet u Travniku, 2011, str. 220-230.

ka povećanju prisutnosti na drugim tržištima kapitala. Prisustvom na drugim tržištima preduzeće širi alternative finansiranja.⁵

Međunarodna berza vrijednosnih papira - ISE

Na ovoj londonskoj berzi polovinom 1990. godine kotiralo je cca 2035 preduzeća, od čega 1484 domaćih preduzeća. Broj vrijednosnih papira preduzeća u emisiji se kretao oko 5050, dok je, istovremeno, ukupna vrijednost domaćeg trajnog kapitala iznosila 487 milijardi funti. Promicanje ISE-a među vodeće berze vrijednosnih papira vezuje se za period polovine osamdesetih godina prošlog stoljeća, kada je kroz proces deregulacije, londonsko tržište otvoreno stranom kapitalu. Uveden je i sistem automatskog kotiranja berzanskih dionica (SEAQ). Prema navedenim promjenama na londonskoj berzi, inter alia, uveden je sistem po kojem je 25-30 registriranih učesnika na tržištu poduzelo stvaranje dvosmjernog tržišta za određene dionice. Svaki posrednik kupuje (kazuje ponudu) i prodaje (nudi) cijenu za datu veličinu posla, što omogućava učesnicima na ovom tržištu da trguju po tim, ili približnim cijenama. Istovremeno, izvršena je klasifikacija vrijednosnih papira u četiri kategorije: alfa, beta, gama i delta.

Alfa skupinu vrijednosnih papira predstavlja 138 najprodavanijih papira. U ovom slučaju polazi se od obima prometa kao kriterija. Cijene koje su postavljene na ekranu predstavljaju okvir za trgovinu. Pri tome, berza određuje minimalnu količinu koju učesnici na tržištu moraju ponuditi u alfa dionicama. Najbolja cijena (u datom trenutku) označava se na ekranu žutom trakom. Izvještavanje o trgovini alfa vrijednosnim papirima treba učiniti u roku od 5 minuta.

Beta vrijednosni papiri (dionice) obuhvataju sljedećih 500 najprodavanijih dionica. I ovdje su cijene i količina kotacije čvrsti. Imajući u vidu manju likvidnost beta dionica, raspon cijena je nešto veći, dok je količina kotacije manja. U tehničkom smislu, za razliku od alfa vrijednosnih papira, ekran je manje opterećen informacijama o trgovini beta dionicama.

Treća kategorija vrijednosnih papira - gama, najmanje se prodaje. U tom smislu, posrednici preko ekrana prezentiraju samo indikativne cijene i količinu kojom namjeravaju trgovati. Stvarne cijene se ugovaraju telefonom kod posrednika. Na kraju, delta vrijednosnim papirima obuhvaćeni su domaći vrijednosni papiri koji ne kotiraju preko sistema automatskog kotiranja berzanskih dionica (SEAQ). Cijene se u ovom slučaju distribuiraju posredstvom službe berze TOPIC (Cjenovna informacija na teletekst kompjuterskom izlazu).

5 O tržištu kapitala pogledati u: Damir Zaklan, Teorija i politika novca, Ekonomski fakultet Univerziteta „Džemal Bijedić“ Mostar, 1998., str. 106-114.

Berza vrijednosnih papira u New Yorku - NYSE

New York Stock Exchange je najpoznatija berza vrijednosnih papira u SAD-u, i jedna od najvećih berzi na svijetu. U prilog navedenoj tvrdnji podatak da se skoro 80% američkog poslovanja vrijednosnim papirima obavi na ovoj berzi. Na njoj ima više od 1600 kotacija s više od 2300 običnih i preferencijalnih dionica. Berza je osnovana 1817. godine i ima 1366 članova. Dobijanje kotacije na NYSE-u implicira zadovoljenje brojnih uvjeta u pogledu: zarade, minimalnih neto sredstava, kapitalizacije, broja dionica u javnom vlasništvu i sl. Na ovoj berzi kotiraju i velike strane kompanije (Sony, British Telecom, Unilever, Matsushita Electric). Tokom 1988. godine zabilježeno je 77 takvih kotacija. Inače, za strana preduzeća važe strožiji uvjeti pristupa berzi, koji se tiču likvidnosti tržišta dionica, dodatnih taksi, izrade potvrđenih tromjesečnih finansijskih izvještaja, držanje agenta za prijenos koji se bavi knjigom dioničara, zaključenja ugovora o neizdavanju daljnjih dionica bez dozvole Berze. Njujorška berza djeluje po aukcijskom sistemu, koji omogućava brokerima da međusobno trguju putem otvorenog licitiranja. Pored njih postoje specijalisti koji djeluju (za vlastiti račun) u pravcu olakšavanja tržišta. Trgovina se, po pravilu, provodi u okruglim lotovima od 100 dionica. Izuzetno, kod neaktivnih dionica veličina lota može biti 10 dionica. Cijene dionice su, gledajući iz evropskog ugla, prilično visoke, tako da je (1989. godine) prosječna cijena dionice iznosila 32 US\$. Veličina institucionalnih transakcija, po pravilu, se kreće u blokovima od 10.000 dionica. Dozvoljena je trgovina nestandardnim lotovima, što znači da lot može obuhvatati bilo koji broj dionica od 1 do 99. Nedostatak ovih poslova je taj što su troškovni zahtjevniji.

Američka berza vrijednosnih papira - AMEX

AMEX je po veličina druga berza vrijednosnih papira u SAD-u. Ipak, prema osnovnim pokazateljima je znatno manja od NYSE-a. Američka berza vrijednosnih papira trguje sa cca 950 običnih i preferencijalnih dionica što predstavlja 7-8% dolarskog obima, odnosno oko 4% ukupnog američkog tržišta vrijednosnih papira. Među 661 punopravnim članom Berze nalaze se svi veliki domaći brokeri, poput Merrill Lynch i Prudential Baache. Pored njih postoje i tzv. pridruženi članovi koji svoje naloge realiziraju preko regularnih članova. Značajnu ciljnu grupu pridruženog članstva čine mala i srednja preduzeća koja traže status punopravnog člana AMEX-a. Ova berza se do početka pedesetih godina prošlog stoljeća, zbog rada na otvorenom, zvala Pomoćna berza s pločnika. Nekada su na ovoj berzi kotirale velike kompanije poput General Motorsa i Standard Oila.

Zahtjevi za kotaciju, prema osnovnim parametrima (neto vrijednost, tržišna kapitalizacija), manje su strogi od onih na NYSE-u, ali se smatraju strožijim od onih na NASDAQ-u. I AMEX funkcionira na principu otvorene licitacije i uz aktivnu ulogu specijalista. Također, prosječna veličina transakcija je znatno manja (od onih na NYSE-u), što upućuje na podatak da su cijene dionica niže - primjera radi prosječna cijena dionice 1989. godine iznosila je 20 US\$.

Sistem automatskih kotacija nacionalnog udruženja posrednika vrijednosnim papirima - NASDAQ

Sistem NASDAQ je prvenstveno odgovaran za razvoj OTC tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama. Po broju preduzeća koja su kotirala na njemu - 4.179 domaćih i 272 strana preduzeća, krajem osamdesetih godina prošlog stoljeća, NASDAQ se smatra znatno većim i razvijenijim tržištem u odnosu na ono u Velikoj Britaniji.

Danas NASDAQ organizacijski obuhvata 6432 člana koji djeluju u preko 22.000 grana, pri čemu je pristuna značajna raznolikost članova - od onih koji imaju dvije angažirane osobe, do velikih brokerskih kuća (Shearson Lehman Brothers, Merrill Lynch). Zahvaljujući navedenim podacima NASDAQ slovi kao drugo najveće američko tržište dionica, dok je po vrijednosti domaćeg trajnog kapitala skoro pet puta veći od AMEX-a.

Tržište preko šaltera je nastalo temeljem kupovine dionica preduzeća koja nisu mogla kotirati na glavnim berzama. Osim dionica koje ne kotiraju, na ovom tržištu moguće je kupiti dionice preduzeća koja kotiraju na berzi, zatim državne obveznice, te strane vrijednosne papire u obliku američkih certifikata o depozitu.

Japanske berze vrijednosnih papira

U Japanu djeluje osam berzi vrijednosnih papira, od kojih tri velike - Tokyo, Osaka i Nagoya, obavljaju oko 99% ukupnih berzanskih aktivnosti. Berza u Tokyo je najveća sa cca 1.730 preduzeća (podaci iz 1990-e godine) koja kotiraju na njoj. U isto vrijeme tržišna kapitalizacija je iznosila 3.229 milijardi US\$, što ju je činilo najvećom svjetskom berzom.

Berze su u Japanu organizirane na članskoj osnovi, a članom se postaje kupovinom mjesta. Pristup stranih članova berzi je u velikoj mjeri ograničen, dijelom i zbog primjene načela reciprociteta. Članstvo na japanskoj berzi vrijednosnih papira je klasificirano na sljedeći način:

- redovni članovi, koji trguju vrijednosnim papirima na berzama za svoje klijente, ili za svoj račun,
- saitori članovi, koji djeluju kao posrednici između redovnih članova, i nije im dozvoljeno da trguju za vlastiti račun, i
- specijalni članovi, obavljaju transakcije na dvjema berzama - Tokya i Osake, što znači da se te transakcije ne mogu obavljati na drugim berzama.

Tržište preko pulta (OTC) vodi Udruženje japanskih posrednika vrijednosnim papirima, kao i komercijalne banke koje imaju dozvolu trgovanja vladinim obveznicama. Preko 90% trgovine obveznicama odvija se preko ovog tržišta, dok je, s druge strane, trgovina dionicama na OTC tržištu, zastupljena sa svega 7% ukupnog dioničkog poslovanja na berzama. Osnova aktivnosti tri glavne japanske berze svodi se na alokaciju domaćih vrijednosnih papira u jednu od dvije kategorije (dva odsjeka), pri čemu se kao kriteriji koriste: obim aktivnosti, broj dioničara, te model prošlih dividendi. Prvim odsjekom obuhvaćeni su vrijednosni papiri većih preduzeća - cca 1.100 preduzeća (1989. godine), sa skoro 95% kapitalizacije tržišta. Drugi odsjek je predstavljen sa 400 vrijednosnih papira, koji pripadaju manjim preduzećima, i onim preduzećima koja se tek pojavljuju na listi Berze. Strani vrijednosni papiri klasificiraju se odvojeno.⁶

Obveznice i tržišta obveznica

Obveznice predstavljaju jednu vrstu zajma, kod kojeg zajmoprimac izdaje potvrdu na temelju koje investitor stječe pravo na kamate prema unaprijed utvrđenoj kamatnoj stopi (kupon), obavezujući se pri tome da do naznačenog roka vrati glavnicu i kamatu. Obveznice na tržištima kapitala izdaju javna tijela - nadnacionalne organizacije, državne ili lokalne vlasti, te korporacijski emitenti.

Obveznice se dijele prema finansijskoj strukturi ili prema tržištima na kojima se emitiraju. Shodno prvom kriteriju - finansijskoj strukturi, razlikujemo: obične obveznice, vječne, obveznice bez kupona, konvertibilne obveznice, obveznice s varantom, obveznice vezane za indeks, obveznice denominirane u dvije valute.

Obične obveznice imaju, kao što im ime kazuje, standardna svojstva - poznata nominalna vrijednost, fiksnu kamatu, te poznat rok dospeljeća.

Vječne (neiskupive) obveznice nemaju utvrđen rok otplate. Otkup ove vrste obveznica ravna se prema želji njihovih emitenata.

⁶ Podaci o berzama u: Bernard J. Foley, op.cit, str. 40-68.

Obveznice bez kupona ne donose prihod u obliku kamate (kupona), već se izdaju po velikom diskontu u odnosu na njihovu nominalnu vrijednost.

Konvertibilne obveznice su one koje su, pod određenim uvjetima zamjenjive za drugu vrstu vrijednosnog papira, najčešće za drugu obveznicu, ili dionicu istog emitenta.

Obveznice s varantom sadrže certifikat koji omogućava njihovom vlasniku da u budućnosti, po fiksnoj cijeni, kupi neki drugi vrijednosni papir.

Obveznice vezane za indeks, kod kojih je vrijednost po dospelosti uvjetovana kretanjem određenog indeksa.

Obveznice denominirane u dvije valute, kod kojih su kamata (kupon) i iskupna cijena iskazani u različitim valutama.

Prema tržištima na kojima su emitirane razlikujemo inozemne obveznice i euroobveznice. Inozemne obveznice postoje u slučaju kada njihovi emitenti koriste tržišta drugih zemalja za njihovu prodaju, zbog pogodnosti što ih ta tržišta nude. Najpoznatije među njima su tzv. Yankee obveznice - obveznice stranih preduzeća u SAD-u koje glase na američke dolare, odnosno tzv. Bulldog obveznice, koje emitiraju preduzeća van Velike Britanije, a glase na britansku funtu.

Euroobveznice su obveznice koje se emitiraju i kojima se trguje na više finansijskih tržišta istovremeno. Na ovaj način korporacijski posuđivači mogu dati ponudu obveznice denominiranu u dolarima koja se prodaje na svjetskim finansijskim tržištima (Njemačkoj, Švajcarskoj, Japanu, SAD-u, Velikoj Britaniji). Središte poslovnog djelovanja emitenata i posrednika je u Londonu, a njihovo tržište je, prema definiciji, disperzirano. Riječ je o međunarodnom šalterskom tržištu na kojem se poslovi zaključuju telefonom, teleksom, ili preko monitora, odnosno tzv. dealing sistema. Eurotržišta nisu predmetom određenog regulatornog okvira, što predstavlja značajnu razliku u odnosu na domaća tržišta kapitala.

Rok dospjeća je osnov za klasifikaciju državnih obveznica, pa shodno tome razlikujemo: kratkoročne, srednjoročne, dugoročne i neiskupive obveznice.

Kratkoročne obveznice, prema londonskoj berzi, su obveznice sa manje od 7 godina do iskupa. Poseban interes za kratkoročne obveznice iskazuju banke i društva za stambenu izgradnju.

Srednjoročne obveznice karakterizira rok dospijea između 7 i 15 godina, i posebno su zanimljive osiguravajućim društvima i mirovinskim fondovima.

Dugoročne obveznice imaju rok dospijea preko 15 godina. Poseban interes za njih iskazuju mirovinski fondovi, što je kompatibilno potrebi uravnoteženja njihovih dugoročnih obaveza.

Neiskupive obveznice, kao što je ranije naglašeno, nemaju konačan datum otplate. Zbog toga one se prvenstveno vežu za sekundarno tržište, koje omogućava kupcu prodaju neiskupive obveznice trećoj osobi, i time povećanje vlastite likvidnosti.

Potražnja za obveznicima zavisi od nekoliko faktora:

- promjene kreditnog statusa ili promjena kvaliteta emitenta obveznica,
- preostalo vrijeme do roka dospijea,
- očekivanja investitora u pogledu stope inflacije,
- promjene kamatnih stopa, i
- kretanja deviznih kurseva (kod obveznica koje glase na valutu različitu od domaće).

Kuponi se mogu klasificirati kao: niski - kamatna stopa do 5%, srednji - kamatna stopa 5-9%, i visoki - kamatna stopa iznad 9%.

Tržište obveznica u Sjedinjenim Američkim Državama

Američko tržište obveznica je veliko i heterogeno. Glavni emitenti na tom tržištu su: federalne vlasti, vlasti federalnih država i okružne vlasti, korporacijski emitenti, i inozemni emitenti.

- Federalne vlasti direktno emitiraju zapise i obveznice Ministarstva finansija, kao i indirektno, garancijom za obveznice koje emitiraju federalne agencije.

- Vlasti federalnih država i okružne vlasti, uključujući i školske oblasti, emitiraju razne tipove duga, prvenstveno obveznice, poput: obveznica na temelju ostvarenog prihoda, općih obligacijskih obveznica, obveznica na temelju ostvarenog prihoda industrijskih objekata, i sl.

- Korporacijski sektor emitira komercijalne zapise, srednjoročne promese, dugoročno obveznice, odnosno, drugim riječima, širok raspon kratkoročnog i dugoročnog zaduženja na aktivnoj osnovi.

- Inozemni emitenti emitiraju tzv. Yankee obveznice, koje u biti predstavljaju alternativu emitiranju euroobveznica denominiranih u dolarima.

Tržište vrijednosnih papira Ministarstva finansija SAD-a predstavlja najveće i najlikvidnije svjetsko tržište državnog zaduženja. Kratkoročni vrijednosni papiri - rok dospijeaća do godinu dana, predstavljaju 30-35% udjela u ukupnoj tržišnoj strukturi. Promese Ministarstva finansija - sa rokom dospijeaća 1-10 godina, predstavljaju jednostavni oblik obveznice sa kuponom, dok obveznice Ministarstva finansija - tzv. T obveznice, imaju rok dospijeaća između 10 i 30 godina. Odbor federalnih rezervi regulira tržište T obveznica, putem propisa o potrebnom kapitalu i utvrđivanjem standarda trgovanja. Proces novih emisija, koje Odbor vrši u ime Vlade SAD-a, odvija se kroz ponudu obveznica primarnim posredništvima na temelju aukcije.

Tržišta derivativnih finansijskih instrumenata - izvedenice

Postoje tržišta na kojima se ne razmjenjuju osnovne robe ili vrijednosni papiri, već je predmet trgovine na tim tržištima izveden iz osnovnih roba, odnosno osnovnih vrijednosnih papira. U tom smislu govorimo o fjučers tržištu i tržištu opcija.⁷

Tržišta fjučers ugovora

Ovo tržište treba posmatrati u kontekstu tzv. terminskih tržišta, koje, pored neposredno zainteresiranih strana - prodavca i kupca određene robe, gdje se cijena fiksira na početku, a važi za budućnost, u vrijeme isporuke, s tim da tržište fjučers ugovora omogućava učešće fizičkih i pravnih osoba koje nisu neposredno zainteresirane za tu robu, ali kod kojih postoji interes za razgledanjem te robe, ili eventualno za špekuliranjem na potencijalnim promjenama cijena.

Fjučers ugovori se mogu temeljiti na realnim dobrima - pamuk, kakao, bakar, guma, ili na finansijskim robama, pri čemu se posebno misli na obveznice. Za razliku od terminskih tržišta, tržišta fjučers ugovora se temelje na standardiziranom ugovoru, u kojem se vrši specifikacija kvantiteta i kvaliteta. Tako npr. ugovor za kafu denominiran je u lotovima od 5 tona neto težine određene vrste kafe (u Londonu se najviše trguje Robusta kafom, pogodnom za proizvodnju instant kafe, dok se u New Yorku trguje kvalitetnijom kafom - Arabicom). Isto tako, u Londonu postoji fjučers ugovor za dugoročne državne obveznice koji se

⁷ Vidjeti: Zijad Njuhović, S. Kreso, F. Čaušević, M. Trifković, grupa autora, Poslovne finansije, Svjetlost d.d., Sarajevo, 1998., str. 105-124. O fjučers ugovorima i u: Hadžović M. str. 240-248.

temelji na tzv. umjetnoj obveznici s kuponom od 9% pri 50.000 funti nominalnoj vrijednosti. Trgovina ovim obveznicama se obavlja na Londonskoj međunarodnoj berzi finasijskih fjučers ugovora.

Tradicionalne opcije

Opcija daje svom vlasniku pravo kupovine (prodaje) određene robe ili finasijskog vrijednosnog papira po fiksnoj cijeni na određeni datum u budućnosti. Ova opcija pored prava na kupovinu ili prodaju odnosne stvari nudi mogućnost odustajanja od realizacije tog prava. Drugim riječima, vlasnik, ukoliko to želi, može napustiti opciju bez daljnje obaveze. Kod tradicionalnih (konvencionalnih) opcija kupac opcije se susreće sa dvije vrste naknade - prva je premija koju plaća pojedincu ili organizaciji koja prodaje odnosnu opciju, a druga je provizija koju naplaćuje broker na ime ugovaranja opcije. Životni vijek opcija u Londonu iznosi tri mjeseca.

Postoje opcije poziva i opcije ponude. Opcije poziva daju pravo kupovine (poziva) određenih dionica po fiksnoj cijeni. Ove opcije su posebno interesantne za pojedince koji očekuju porast dionica na kojima se opcije zasnivaju. Opcije ponude daju pravo prodaje po fiksnoj cijeni, što ih čini primamljivijim onim pojedincima koji očekuju pad cijena dionica.

U slučaju tradicionalne opcije kupac ima na raspolaganju dvije mogućnosti: realizirati opciju, ukoliko se stvari odvijaju povoljnim tokom, ili dozvoliti istek opcije bez njene realizacije. Suprotno tome, opcije kojima se trguje su negocijabilne, što znači da nude dodatnu mogućnost - mogu se kupovati i prodavati nekoliko puta prije isteka roka.

Prodavač (sastavljač) opcija mora posjedovati najmanje 1000 dionica neke od opcija namijenjenih tržištu. Takve opcije se registriraju na ime bankarskog povjerenika i predaju (u slučaju Velike Britanije) Londonskoj ustanovi za kliring opcija. Poslije toga, sastavljač opcije izabire datum isteka opcije i realizacijsku cijenu, te izdaje nalog brokeru za sastavljanje relevantne opcije.

Indeksne opcije su vrsta opcija (izvedenica) koje se temelje na indeksu cijena dionica. Ova opcija se ne realizira preko vrijednosnog papira, već se realizacija, ukoliko do nje dođe, ostvaruje preko transfera novca ekvivalentnog vrijednosti opcije, a to znači razlici između sadašnje vrijednosti indeksa i realizacijske cijene.

Institucionalni investitori

Posljednjih nekoliko decenija, na tržištima razvijenih zemalja (SAD, Japan, Velika Britanija, Njemačka) bilježi se rast institucionalnih investitora, po broju, vrstama, i prisustvu (brojnosti transakcija) na tržištu kapitala. Značajan dio zasluga u navedenom kontekstu pripada procesu deregulacije i liberalizacije.

Investicijske institucije se mogu klasificirati u četiri osnovne grupe:

- osiguravajuća preduzeća (društva)
- mirovinski fondovi,
- povjerenička udruženja (fondovi), i
- investicijska društva.

Osnovna razlika ovih institucija u odnosu na depozitne institucije je ta što one ne nude bezuvjetno posebnu kamatnu stopu, niti garantiraju za vrijednost investicije. Povrat sredstava zavisi prvenstveno od ponašanja (uspjeha) temeljne investicije na tržištu. Investicijske institucije ulažu u različite vrste imovine - u vrijednosne papire sa fiksnom kamatom, trajni kapital, instrumente na tržištu novca, nekretnine, a ponekad i u vrijedne umjetnine.

Osiguravajuća preduzeća

Osiguranje je djelatnost koja je značajna kako na individualnoj - poduzetničkoj ravni, tako i na općedruštvenoj ravni. Osnovna podjela osiguranja je na imovinsko i životno osiguranje. Obje vrste osiguranja u osnovi referiraju na plaćanje (naknadu) koje je uvjetovano nastupanjem nekog budućeg neizvjesnog događaja. Ipak, u navedenom kontekstu, životno osiguranje ima jasnije i intenzivnije konture investicijske aktivnosti. To iz razloga što je ova vrsta osiguranja vrlo često osmišljena na način da predstavlja jedan segment investiranja u vidu sigurnosti kapitala uz dugoročni povrat. To znači da će u ovom slučaju određeni iznos sigurno biti isplaćen zbog nastupanja osiguranog slučaja - smrti ili pak zbog isteka roka osiguranja.

Osiguravajuća preduzeća, pored osnovne djelatnosti, uključena su i u upravljanje mirovinskim fondovima, uz prisustvo na drugim investicijskim područjima. Pojavljuju se u ulozi finansijskih posrednika na način da prikupljenu štednju od osnovne djelatnosti transferiraju organizacijama (korporacijskim, javnim) koje trebaju ta sredstva. Time se osiguravajuća preduzeća legitimiraju kao značajni snabdjevači kapitala za brojna tržišta. Osnovu portfolia čine državni vrijednosni papiri, potom slijede nekretnine, hipoteke, obične dionice, zajmovi.

Mirovinski fondovi

Mirovinski fondovi, po svojoj snazi na najrazvijenijim tržištima kapitala, stoje uz bok osiguravajućim preduzećima, uz tendenciju daljnjeg rasta. Tako, npr. u Velikoj Britaniji, krajem osamdesetih godina prošlog stoljeća, oni su predstavljali cca 30% udjela u trajnom kapitalu, a njihova ukupna imovina je bila veća od 200 milijardi funti. Mirovinski planovi, koji čine osnovu njihove investicijske aktivnosti, pojavljuju se u dvije varijante, i to kao: planovi „plaćaj kako ti ide“ i planovi fondova.

Prva kategorija mirovinskih planova predstavlja međugeneracijska transferna plaćanja u kojima se sadašnje mirovine plaćaju preko priloga članova tog plana, koji su još uvijek radno aktivni. Značajan broj državnih planova u Velikoj Britaniji funkcioniše na ovaj način.

Kod planova fondova situacija je drugačija - fond se akumulira na osnovu priloga članova, da bi po proteku određenog roka fond poslužio kao izvor za plaćanje raznih beneficija. Planovi fondova djeluju kao definirani planovi beneficija, ili kao sporazum o pribavljanju novca. Definirani planovi beneficija omogućavaju članu određene vrste beneficija poput: ukupne beneficije, konačne plaće, beneficije za preživljavanje, životno osiguranje i sl. Riječ je o samofinansiranju plana, čime se stvaraju temelji za isplatu beneficija, s tim da ukoliko se pokaže da su sredstva nedovoljna vrši se povećanje priloga.

Sporazumi o pribavljanju novca ne nude sigurnost kao prethodni planovi. Naime, putem ovih sporazuma pokušava se akumulirati što više sredstava - stvoriti najveći mogući fond, a beneficije se pribavljaju zavisno od uspješnosti poslovanja fonda. Na ovaj način, zbirno gledano, mirovinski fondovi postaju bitan segment dugoročne ugovorne štednje. U prilog navedenoj konstataciji ide i porezni tretman ovih fondova, i to iz razloga što su oslobođeni poreza ne samo doprinosi mirovinskom fondu, već i dobici na kapitalu koji se ostvaruju temeljem fondovskih investicija.

Povjerenički fondovi

Povjerenički (otvoreni) fondovi funkcioniraju temeljem prikupljanja štednje pojedinačnih investitora i kupovine portfolia investicija. Vrednovanje portfolia vrši se svaki dan, a jedinice utvrđene vrijednosti se prodaju investitorima u omjeru sa investiranim novcem. Ovi fondovi se drugačije nazivaju otvorenim iz razloga što veličina odnosnog fonda varira prema vrijednosti temeljnog portfolia i broja emitiranih jedinica. Jedinice se prodaju pojedincu na temelju cijene ponude, a otkupljuju na temelju licitacijske cijene. Investitori po pravilu

plaćaju dvije vrste naknade - početnu i godišnju naknadu. Početna naknada (5-6%) plaća se samo prilikom početne kupovine, i uglavnom se koristi za plaćanje provizije finansijskim posrednicima, dok se godišnja naknada u iznosu 1-1,5% od ukupne vrijednosti fonda plaća za upravljanje fondom, a uglavnom je usmjerena menadžmentu povjereničkog fonda.

Investicijska društva

Nastanak investicijskih društava vezuje se za 19-o stoljeće, tačnije za 1868. godinu kada je osnovano prvo takvo društvo - Colonial Investment Trust. Osnovna djelatnost ovih društava je kupovina, odnosno prodaja dionica drugih preduzeća. Za razliku od povjereničkih fondova, po američkoj terminologiji, investicijska društva su zatvoreni fondovi, a to iz razloga što kada se vrijednost njihovog temeljnog portfolia investicija promijeni to se ne osjeti kod stvaranja, odnosno povlačenja jedinica, već samo na vrijednosti njihovih dionica. Investicijska društva se pored diverzifikacije portfolia bave i drugim poslovima, poput uvođenja planova štednje koji su povezani sa životnim osiguranjem i mirovinskim planovima. Ili, kao što je to npr. slučaj u SAD-u, investicijska društva mogu investirati u hipoteke, kupiti dionice koje ne kotiraju, koristiti opcije i tržište fjučers ugovora, investirati u inozemstvu, i sl. Još jedna razlika, u kontekstu naknada, u odnosu na povjereničke fondove. Naime, godišnja naknada za upravljanje investicijskim društvima se kreće između 0,4-0,5% vrijednosti ukupne imovine.

Zaključak

Tržište kapitala je jedno od vitalnih segmenata finansijskog sistema razvijenih zemalja. Brojnost i raznovrsnost tržišnih instituta, instrumenata i institucija, preko kojih se obavljaju „kapitalne“ transakcije, metode prikupljanja kapitala, iznos kapitala kojim transaktori raspolažu, spektar modela korištenja sastavnica tržišta kapitala, svjedoče o značaju koje tržište kapitala ima za poslovne subjekte, i to: u pogledu njihove likvidnosti, određenja portfolia, diverzifikacije poslovnih odluka, optimizacije koristi, odnosno, u najširem smislu, tržišnog pozicioniranja. Pored tradicionalnih učesnika na tržištu kapitala - banke, berze, investicioni fondovi, posljednjih nekoliko decenija sve značajniju investicionu poziciju zauzimaju: osiguravajuća društva, mirovinski fondovi, povjerenički fondovi. Najznačajniji instrumenti tržišta kapitala su: obveznice - instrumenti duga, zatim dionice - vlasnički instrumenti, te fjučers ugovori i opcije, kao derivativni instrumenti. Predmet trgovanja na tržištu kapitala, pored navedenih, mogu biti i instrumenti hipotekarnog tržišta. Brojnost tržišnih učesnika i širok

spektar „kapitalnih“ instrumenata, pored potencijalne individualne i opće koristi, upućuje na dugu tradiciju njihovog egzistiranja, te s tim u vezi i periode razvoja, koji su, inter alia, obilježeni odnosom između države i tržišnih sudionika, koji je posebno izražen kroz proces (de)regulacije. Etabliranje i funkcioniranje tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini implicira ispunjenje niza normativno-ekonomskih uvjeta: poduzetnički ambijent, postojanje investitora i posrednika, organizirani prostor sa jasnim pravilima ponašanja, efikasan sistem odgovornosti, i, naravno, vrijeme kao bitan faktor.

LITERATURA

Bennet Roger: *Management*, Informator d.d. i POTECON d.o.o., Zagreb, 1994.

Foley J. Bernard: *Tržišta kapitala*, Mate d.o.o., Zagreb, 1993.

Hadžović Mehmedalija; Normela Hadžić: *Finansijska tržišta i institucije*, Univerzitet u Travniku, 2011.

Njuhović Zijad; S. Kreso; F. Čaušević; M. Trifković, grupa autora: *Poslovne finansije*, Svjetlost d.d., Sarajevo, 1998.

Zaklan Damir: *Teorija i politika novca*, Ekonomski fakultet Univerziteta „Džemal Bijedić“ Mostar, 1998.