

mr Ognjen Radonjić

STRUKTURA I OSNOVNI PRINCIPI FUNKCIONISANJA MODERNIH FINANSIJSKIH TRŽIŠTA



Prošli vek se odlikovao brzim i čestim promenama na svim poljima ljudske aktivnosti. Kada je u pitanju ekonomija susrećemo se sa neizbežnim tokovima globalizacije, koji su oličeni u svetskim integrativnim procesima. Zapravo, glavna motorna snaga globalizacije je finansijski kapital zahvaljujući tome što je najmobilniji faktor proizvodnje. Na sceni je zamena segmentiranih, jednim velikim i jedinstvenim internacionalnim finansijskim tržištem. Integrativni procesi se baziraju na poštovanju logike funkcionisanja slobodnog tržišta i uzvišenju institucije privatne svojine. Istovremeno sa svetskim integrativnim procesima, posebno intenziviranim posle drugog svetskog rata, na prostoru

Mr Ognjen Radonjić, asistent na Filozofskom fakultetu Univerziteta u Beogradu ističe da su tržišta kapitala u zemljama u tranziciji i dalje u povoju. Većina tržišta su mala i nelikvidna, dok sa druge strane neka postoje samo formalno. Dosledno, s obzirom na nedovoljnu razvijenost domaćeg finansijskog tržišta i po nama nedovoljnu informisanost privredne javnosti o njegovom značaju i principima funkcionisanja i organizovanja, mislimo da postoji preka potreba za radom koji će se detaljnije baviti ovim pitanjima.

bivših socijalističkih zemalja su se kumulirale teškoće privrednog funkcionisanja u uslovima negiranja logike tržišnog poslovanja. Tržište kao "stihija" je bilo zamenjeno planom koji se sprovodio po principu jedinonačalija. U takvim uslovima finansijsko tržište nije ni postojalo. Vršenje njegove funkcije je preuzeo bankarski sistem poslujući na bazi državnih direktiva. Sredstva nisu išla tamo gde su mogla biti produktivno usmerena, već tamo gde je određeno da je "prioritet". Institucija preduzetnika koji stalno inovira, pronalazi načine da efikasno i ekonomično organizuje i realizuje proces proizvodnje je ostala nepoznanica. Nepostojanje institucije privatne svojine, a samim tim i razvijanje, ne samo formalnih pravila (državni pravni akti i zakoni), već i neformalnih pravila (tradicija, običaji, moralne i radne vrednosti, religijska ponašanja koja vremenski relativno dugo opstaju) u kolektivističkom duhu, kao i inferioran motivacioni sistem koji je karakterisao bivše socijalističke ekonomije, rezultiralo je, ne akumulacijom i efikasnom upotrebom finansijskih sredstava, već rasipništvom. Konačno, devedesetih godina komandni sistemi, kao i naš samoupravni, doživljavaju svoj krah. Posle

pada komunizma, nepostojeća finansijska tržišta je trebalo izgraditi. Tokom poslednjih petnaest godina su napravljani značajni koraci u uspostavljanju racionalnih i produktivnih finansijskih tržišta u većini zemalja u tranziciji: osnivanje berzi, razvoj pravnog okvira i regulatornih institucija, uspostavljanje međunarodno priznatih računovodstvenih standarda, povećanje transparentnosti poslovanja i poboljšanje u korporativnom upravljanju. Međutim, treba istaći da su tržišta kapitala u zemljama u tranziciji i dalje u povoju. Većina tržišta su mala i nelikvidna, dok sa druge strane neka postoje samo formalno. Dosledno, s obzirom na nedovoljnu razvijenost domaćeg finansijskog tržišta i po nama nedovoljnu informisanost privredne javnosti o njegovom značaju i principima funkcionisanja i organizovanja, mislimo da postoji preka potreba za radom koji će se detaljnije baviti ovim pitanjima.

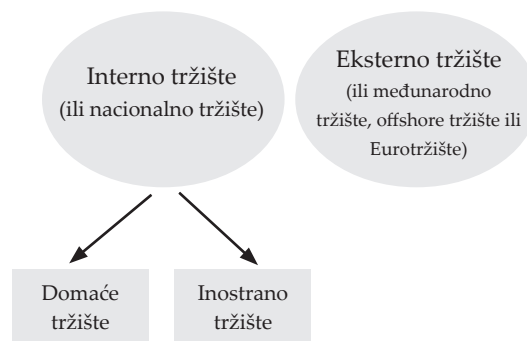
Različiti pristupi problemu strukturisanja finansijskih tržišta

Strukturisanju modernih finansijskih tržišta se može pristupiti iz više različitih aspekata. Tako sa aspekta da li se ponuda i tražnja za pojedinim finansijskim instrumentima susreću na organizovanom način, gde se cena formira na bazi poštovanja unapred određenih pravila trgovine, finansijska tržišta delimo na organizovana i neorganizovana.

Sa aspekta nacionalne ekonomije postoje *interna* (internal) i *eksterna* tržišta (external market). Interno tržište je nacionalno tržište koje se sastoji iz dva dela:

- *domaće tržište* (domestic market) na kojem se trguje hartijama od vrednosti (HOV) samo domaćih emitenata i
- *inostrano tržište* (foreign market) na kojem se trguje HOV samo emitenata iz inostranstva. Regulatorna kojoj se moraju prikloniti emitenti na inostranom finansijskom tržištu je regulatorna nacionalne ekonomije koja je domaćin. Znači, na internom tržištu učesnici domaćeg i inostranog tržišta su podvrgnuti

istoj zakonskoj regulativi, regulativi zemlje domaćina.¹



Grafikon 1: Struktura finansijskih tržišta sa aspekta nacionalne ekonomije

Na eksternom ili međunarodnom tržištu emisija HOV se obavlja van zakonske jurisdikcije bilo koje zemlje.² HOV emitovane na međunarodnom tržištu se nude na prodaju učesnicima finansijskih tržišta više različitih zemalja istovremeno. Usled nezadrživog napretka procesa globalizacije i internacionalizacije finansijskih tržišta, sve manje domaćih finansijskih tržišta (koja su pretežno lokalnog karaktera).

Zavisno od toga da li se na tržištu trguje dugovnim ili vlasničkim finansijskim instrumentima razlikujemo tržišta dugovnih i tržišta vlasničkih finansijskih instrumenata.

U pogledu momenta izvršenja transakcije razlikujemo promptna finansijska tržišta (na kojima se finansijska transakcija obavlja momentalno) i terminska (na kojima se finansijska transakcija obaviti u budućem periodu – tržišta finansijskih derivata).

Na primeru Sjedinjenih Američkih Država (SAD), kao finansijski najrazvijenije zemlje na svetu, ćemo detaljnije proučavati finansijska tržišta sa aspekta da li su HOV u pitanju prvi put u prometu ili ne, odnosno da li u transakciji učestvuje emitent predmeta finansijske transakcije. Sa ovog aspekta se finansijska tržišta mogu podeliti na primarna i sekundarna.

¹ Na primer ukoliko neamerička firma želi da emituje i prodaje HOV u Sjedinjenim Američkim Državama (SAD) ona to može učiniti jedino poštujući zakonsku regulativu SAD-a.

² Eksterno tržište se često naziva offshore tržište ili Euromarket.

Primarna finansijska tržišta

Iz samog naziva se može zaključiti da se na primarnom finansijskom tržištu trguje tek emitovanim finansijskim instrumentima. Ovo tržište ima veliki značaj za emitenta, jer na njemu on sakuplja novčana sredstva koja su mu neophodna radi neometanog, razvojno orijentisanog obavljanja poslovne aktivnosti. Od kritične je važnosti da emitent uz pomoć investicione banke pravilno proceni buduću tražnju za njegovim HOV. Na osnovu ove procene se određuje cena finansijskog instrumenta, odnosno u slučaju obveznica uslovi pod kojima će se emitent zadužiti. Kada su u pitanju vlasnički finansijski instrumenti važno je odrediti pravu cenu, jer od toga zavisi koliko će kapitala biti prikupljeno. Tako, ako je cena emitovane akcije na primarnom tržištu preniska, biće prikupljeno manje sredstava nego što se objektivno moglo. U suprotnom, ako je cena previsoka, neće biti adekvatne tražnje. Isti je slučaj kada su u pitanju obveznice. Ukoliko je nominalna cena (discount bonds) ili kuponska rata (coupon bonds) preniska neće biti adekvatne tražnje, odnosno ukoliko je previsoka emitent će se zadužiti pod lošijim uslovima nego što je objektivno mogao. S obzirom da su troškovi emisije visoki, pravilna procena tržišnog stanja i tržišnih mogućnosti je od ključnog značaja za emitenta (bilo da su u pitanju preduzeća, država, državne agencije, banke ili institucionalni investitori).

Sa aspekta investitora, obično portfolio menadžera velikih institucionalnih investitora, primarno tržište je mesto gde se može uz pravilnu procenu prihodovati ekstra dobit. Oni procenjuju emitovane HOV i traže one koje su po njima tržišno podcenjene (obično su u pitanju mlada preduzeća ili preduzeća koja posluju u novim privrednim granama sa povoljnom profitnom perspektivom). To nije dobra prilika za zaradu samo sa aspekta dugoročnog investiranja, već je značajna i iz kratkoročne perspektive, jer kupujući jeftinije na primarnom tržištu, a odmah potom

prodavajući skuplje na sekundarnom, portfolio menadžeri su u poziciji da prisvoje visoke kapitalne dobitke.

U osnovi, na tržištima kapitala (tržišta na kojima se trguje dugoročnim finansijskim instrumentima) se, u zavisnosti od toga da li se HOV nude na prodaju široj ili užoj investicionoj javnosti, pravi razlika između javne i privatnu emisije.

Javna prodaja znači da su HOV ponuđene većem broju tržišnih učesnika, odnosno široj investicionoj javnosti. Zbog komplikovanosti posla i visokog rizika, u poslovima javne primarne emisije se obično angažuju investicione banke,³ koje su visoko specijalizovane institucije u poslovima savetovanja emitenta:

- Po pitanjima isplativosti, odnosno izbora koju bi vrstu HOV trebalo emitovati
- Termina i uslova primarne emisije
- Merdžerovanja i akvizicija

Osim savetodavne uloge investicione banke se mogu angažovati direktno u procesu prodaje (kada je u pitanju javna primarna emisija). Tako, sa aspekta diversifikacije rizika između emitenta i investicionog bankara ugovor može biti na bazi

- *Potpisivanja* (underwriting) gde investiciona banka garantuje emitentu da će primiti određeni iznos sredstava prilikom primarne emisije. Drugim rečima, ona preuzima od emitenta određenu količinu HOV po određenoj ceni za koju je procenila da je niža od one koja objektivno može da se postigne na tržištu. Prodavajući skuplje nego što je platila emitovane HOV, investiciona banka privlači dobit (gross spread ili underwriter discount). Takođe, za svoje usluge i preuzeti rizik investiciona banka naplaćuje proviziju. Kolika će biti zaračunata provizija zavisi od mnogo faktora. Pravilo je da se veće provizije zaračunavaju preduzećima koja svoje HOV nude na prodaju po prvi put (IPO – initial public offerings).⁴ Drugim rečima investiciona banka na sebe preuzima rizik da, ukoliko su se njene procene pokazale kao loše i ne uspe da proda HOV po ceni po

³ Na tržištima novca apsorbovanje primarne emisije vrši se uglavnom bez posrednika.

⁴ Inicijalna javna ponuda je zapravo transakcija putem koje firma postaje javna tj. prelazi u korporativno vlasništvo. Za investicione banke je mnogo veći problem da odrede pravu cenu primarne emisije kada je u pitanju IPO nego kada su u pitanju preduzeća čije se HOV već nalaze u sekundarnom prometu.

kojoj je nameravala, odnosno proda ih po ceni nižoj nego što je sama za njih platila, podnese značajne gubitke. Kada investiciona banka preuzme na sebe rizik da kupi HOV od emitenta po ugovorenoj ceni u pitanju je čvrsto obavezivanje (firm commitment). U SAD-u se blizu 90% javnih primarnih emisija vrši ovom metodom. Zbog velikog rizika koji prati ove poslove, investicione banke često formiraju potpisnički sindikat koga obično čini između 10 i 60 investicionih banaka (underwriting syndicate). Na ovaj način se značajno diversifikuje rizik i razvija poverenje investicione javnosti, što olakšava prodaju efekata. Ukupna dobit od posla se deli među bankarima.

Da bi prodao efekat po višoj ceni od kupovne, sindikat često formira svoju prodajnu grupu (selling group) koju pored članica sindikata sačinjavaju i institucije koje nisu u sindikatu, a koje imaju pravo da kupe emitovane efekte po ceni koja je niža od cene po kojoj sindikat nudi široj javnosti

(brokersko dilerske kuće, komercijalne banke). Na taj način pored članova sindikata u deobi dobiti učestvuju i institucije članice prodajne grupe.

- Nasuprot velikom riziku koji na sebe preuzima investiciona banka putem čvrstog obavezivanja, distribucija HOV se može izvršiti i na bazi najvećih zalaganja (best efforts). U tom slučaju banka se maksimalno angažuje u procesu prodaje primarne emisije, mobilisući svu svoju raspoloživu infrastrukturu i ekspertizu, ali bez obaveze da otkupi emitovane akcije. Naravno, zbog manjeg poslovnog rizika plaćaju se manje provizije. Ovom metodom se obično služe

velike i poznate korporacije, koje su sigurne u prodaju svojih finansijskih instrumenata. Samim tim nema potrebe za skupim underwriting posredovanjem. Isto tako, mlada preduzeća se često odlučuju za posredništvo na bazi najvećih zalaganja, jer su troškovi underwriting posredovanja izuzetno visoki.⁶ Karakteristično za investiciono bankarstvo je to da se prodajom primarne emisije

Tabela 1: Najveće investicione banke 2000 godine.⁵

Najveće američke investicione banke	Najveće neameričke investicione banke
Merrill Lynch & Company	UBS Warburg LLC
Goldman Sachs & Company	* Dillion Read
Morgan Stanley Dean Witter	* Paine Webber
Lehman Brothers	Credit Suisse First Boston Corporation
Salomon Smith Berney, Inc.	* Donaldson, Lufkin & Jenrette
Chase H&O	ABN AMRO, Inc.
* J&P. Morgan & Company	CIBIC World Markets
Bear, Stearns & Company, Inc.	* Oppenheimer Securities
Bank of America	Deutsche Bank
	* Banker's Trust
	* Alex Brown
	Barclays Bank

* Npr. Chase H&O je pripojila J&P Morgan & Company.

Izvor: Fabozzi, J.F., F. Modigliani, F.J. Jones and M.G. Ferri 2002

"Foundations of Financial Markets and Institutions" Prentice-Hall International Inc

⁵ Global Finance Magazine je proglasio Goldman Sachs za najbolju investicionu banku na području Severne Amerike za 2003 i prvi kvartal 2004. godine. Goldman Sachs se po GFM najbolje pokazao u poslovima merđžera i akvizicija i IPO kada su u pitanju američke i kanadske kompanije. Dalje, najbolja investiciona banka na polju potpisničke aktivnosti kada su u pitanju vlasničke HOV je Morgan Stanley, dok je na polju potpisničke aktivnosti kada su u pitanju obveznice Citigroup. U Zapadnoj Evropi, globalno najbolja investiciona banka je Citigroup koja je zauzela drugo mesto kada je u pitanju potpisnička aktivnost vlasničkih HOV i prvo mestu u poslovima emitovanja euroobveznica. Goldman Sachs se pokazao kao najuspešniji potpisnik vlasničkih HOV, dok je Deutsche Bank zadržala primat u poslovima emitovanja korporativnih obveznica i poslovima upravljanja dugovima (liability management) preduzeća koja su emitovala euroobveznice. Investiciona banka Lazard je u istom razdoblju zauzela lidersku poziciju u poslovima merđžera i akvizicija.

⁶ Zbog većeg rizika koji prati distribuciju HOV nepoznate firme, investicione banke značajno potcenjuju cenu efekata iz primarne emisije, što implicira sakupljanje manje novčanih sredstava od potencijalno mogućih.

njihov posao najčešće ne završava, odnosno često se na sekundarnom tržištu pojavljuju u funkciji market-maker-a HOV u čijoj su primarnoj emisiji učestvovali.

Primarna emisija se, osim pomoću investicionih banaka, može plasirati i:

- *Ponudom kupovine* (bought deal) koja je zapravo varijanta potpisničke investicione aktivnosti. Razlika je u tome što kod ponude kupovine investiciona banka ili potpisnički sindikat nude određenoj firmi da od nje otkupe po određenoj ceni i/ili pod određenim uslovima HOV iz primarne emisije. Drugim rečima, za razliku od potpisničke aktivnosti gde se zainteresovana firma javlja investicionoj banci, ovde je obrnut slučaj. Na taj način, kada je u pitanju potpisnička aktivnost investiciona banka mora brzo odgovoriti na ponudu preduzeća, često nemajući vremena da formira sindikat i na taj način sakupi potrebne kapitalne fondove i diversifikuje rizik. Poslom ponude kupovine, investiciono bankarstvo dobija znatno na fleksibilnosti.
- *Aukcijom* (auction) se prodaju HOV gde se u ulozi emitenta javlja država, državni organi i javna i komunalna preduzeća. Emitent najavi cenu emisije ili sredstva koja se emisijom dužničkih instrumenata nameravaju prikupiti i prikuplja ponude. Na aukciji će dobiti oni ponuđači koji

ponude zajam po nižoj kamati od ostalih (najniži trošak za emitenta), odnosno ako su u pitanju akcije, ponuđači koji ponude bolju cenu od ostalih.⁷

- Metodom ponude prava preče kupovine (preemptive rights offering) se akcije iz primarne emisije prvo nude na prodaju postojećim akcionarima po nešto nižoj ceni od važeće tržišne. Cena po kojoj postojeći akcionari kupuju novu emisiju akcija je pretplatnička cena (subscription price). Na taj način, iskorištavajući svoje pravo preče kupovine akcionari zadržavaju svoj udeo u vlasništvu firme, tj. ne dolazi do razvodnjavanja vlasništva (dilution). Ovaj način prodaje nije karakterističan za američke firme.⁸

Kod privatne javne emisije po pravilu emitent direktno pregovara sa investitorima u vezi uslova i cene po kojoj će se prodati određene HOV. Na strani potražioca se obično javljaju krupne poslovne banke, veliki institucionalni investitori ili moćni individualni investitori. Investicione banke obično imaju savetodavnu ulogu. Ponekad se angažuju i na bazi najvećih zalaganja (best efforts) gde učestvuju u izboru vrste finansijskog instrumenta koji će se emitovati i nuditi na prodaju, kao i određivanju cene i identifikaciji potencijalnih investitora. Putem privatne emisije obično se plasiraju obveznice i preferencijalne akcije, a ređe obične

⁷ Tako, ako emitent najavi emisiju u vrednosti od 500 mil. USD gde se sa ponudom javlja ponuđač A (investiciona banka) koji je voljan da otkupi HOV u vrednosti od 200 mil USD po proviziji od 5% znači da je A spreman da za HOV u vrednosti od 200 mil. USD izdvoji 190 mil. USD. Zbog visoke konkurencije u procesu prodaje primarne emisije ova vrsta prodaje se naziva competitive bidding underwriting.

⁸ Javna primarna emisija je u SAD-u regulisana sa dva akta: Zakon o hartijama od vrednosti iz 1933 i Zakon o berzama iz 1934. Na osnovu ovih zakona emitenti su u obavezi da registruju svoje emisije kod Državne komisije za hartije od vrednosti (SEC - Securities and Exchange Commission) i objave sve tražene informacije verodostojno. Registracija se sastoji iz dva dela. Prvi deo sačinjava investicioni prospektat (prospectus) i on mora biti na raspolaganju zainteresovanim investitorima. U njemu je opisana vrsta posla kojom se bavi firma u pitanju, rizici poslovanja, kvalitet menadžmenta, dosadašnji poslovni rezultati, razvojni planovi itd. Verodostojnost ovih podataka proverava SEC. Ukoliko su podaci lažirani, prestupnici će biti krivično gonjeni. Međutim, često se dešava da SEC ne otkrije na vreme prevaru, gde su emitovane HOV već prodate. U tom slučaju pravo da krivično gone prestupnika imaju vlasnici emitovanih HOV. Drugi deo sačinjavaju dodatne informacije (supplemental information) koje nisu na raspolaganju investitorima (u posedu su SEC-a), ali koje na njihov zahtev mogu biti predložene javnosti. Kada SEC odobri registraciju, investicione banke počinju da vrše preliminarne pripreme za prodaju primarne emisije. Ovo odobrenje još ne znači da su tražene informacije o emitentu tačne, već samo to da su priložene. Period između odobrenja registracije i efektivne registracije (kada se može početi sa prodajom HOV) se naziva periodom čekanja (waiting period). Od 1982. godine je omogućeno onima koji žele da izbegnu duge i skupe procese registracije primarne emisije da to urade odjednom. Takozvana registracija sa police (shelf registration) omogućava emitentima da svoje buduće primarne emisije registruju dve godine unapred. Drugim rečima, na osnovu jednom izvršene registracije, u kojoj se mora navesti ukupno planirana količina emisije HOV, emitent može kada god hoće i u količinama kojima hoće (pod uslovom da se ne pređe ukupno planiran, naveden obim emisije za dvogodišnji period) da vrši javnu emisiju HOV. Na taj način se emitentima nudi veliki stepen fleksibilnosti u svom finansijskom poslovanju.

akcije. Što se tiče procedure registracije, ona je kod privatne emisije nešto blaža. To ne znači da emitent ne treba da priloži SEC-u zahtevane informacije, već da se ne traži tolika detaljnost i obimnost u podnesenim izveštajima kao što je to slučaj kod javne emisije.⁹ Za ovu vrstu emisije se često odlučuju firme koje ne žele da objave pojedine poslovne informacije, što je uslov za javnu emisiju.

Sekundarna finansijska tržišta

Hartije od vrednosti kupljene na primarnom finansijskom tržištu se mogu pre njihovog roka dospeća (ili u slučaju da ge nemaju) prodati na sekundarnom finansijskom tržištu. Na primarnom tržištu emitent sakuplja neophodna finansijska sredstva. Na sekundarnom tržištu dolazi do promene vlasništva nad HOV, nezavisno od volje emitenta. Tržišna cena se formira pod uticajem ponude i tražnje. Sa aspekta emitenta, sekundarno tržište je mesto gde može dobiti informacije o tome kolika je tražnja za njegovim HOV, odnosno kako investitori procenjuju razvojne perspektive preduzeća. Tako, na sekundarnom tržištu emitent saznaje kako tržište evaluira upotrebu finansijskih sredstava koja su sakupljena prethodnim emisijama. Takođe, na osnovu tržišnih cena, emitent je u mogućnosti da preciznije odredi cenu po kojoj će prodati HOV u nekoj od budućih primarnih emisija. Sa aspekta investitora sekundarno tržište obezbeđuje likvidnost kupljenih HOV, odnosno investitori mogu, kada kod pože, da prodaju ili zamene svoje finansijske instrumente. Da nije tako, emitenti ne bi bili u mogućnosti da prodaju svoje HOV na primarnom tržištu ili, u najmanju ruku, bi bili primorani da ih prodaju pod lošijim uslovima (niže cene ili više obećane kamatne stope). Dalje, na sekundarnom finansijskom tržištu dolazi do susretanja ponude i tražnje za pojedinim finansijskim instrumentima. Na taj način su investitori oslobođeni troškova traženja kontra strane, neophodne svakoj transakciji, da bi bila izvršena. Isto, poslujući na bazi ekonomije obima, sekundarno tržište znatno snižava transakcione troškove poslovanja.

Princip, na osnovu koga možemo izvršiti podelu sekundarnih finansijskih tržišta (tržišta kapitala), je na bazi toga da li se trgovina obavlja na fizički određenom prostoru ili ne. Tako razlikujemo:

- *Berze* (Stock Exchanges) na kojima se trgovina obavlja na fizički određenom mestu i
- *Tržišta preko šaltera* (OTC, tj. Over-the-counter market) na kojima se trgovina obavlja elektronski od strane geografski disperzirane grupe trgovaca, odnosno gde ne postoji fizički određeno mesto trgovanja.

Druga važna podela sekundarnih tržišta je sa aspekta metoda određivanja cena po kojima se trguje. Razlikuju se:

- *Kontinuirana* sekundarna (continuous) tržišta na kojima se cene koje čiste tržište (market clearing price) određuju na bazi kontinuiranog sudaranja ponude i tražnje, gde do promene cena može doći i na bazi privremene neravnoteže u prispelim porudžbinama, a ne samo na osnovu fundamentalno promenjenih odnosa ponude i tražnje.
- *Tržišta po pozivu, aukcionarska sekundarna tržišta* (call market) gde se prispеле porudžbine cenovno i količinski grupišu i na simultanoj bazi izvršavaju. Odnosno, u toku dana u određeno vreme dolazi do aukcionarskog uparivanja prispelih porudžbina. Na taj način se formira tzv. fiksna tržišna cena koja čisti tržište (fix market clearing price).

Postoje tržišta koja posluju i po jednom i po drugom principu. Tako, specijalista pre nego što objavi cenu otvaranja (opening price) na Njujorškoj berzi (New York Stock Exchange - NYSE), tj. pre početka prodaje određene HOV, uparuje sve do tada prispеле porudžbine od zatvaranja prethodnog dana. Na osnovu ovih informacija specijalista određuje cenu po kojoj će se tog dana početi sa trgovanjem, vodeći računa da ne dođe do naglih cenovnih promena u odnosu na jučerašnju cenu zatvaranja (closing price). Tako je cena sa kojom će početi trgovanje određena aukcionom metodom. Od

⁹ Kod javne emisije ove informacije su date u obliku investicionog prospekta (prospectus), dok su kod privatne emisije zahtevane informacije podnete u obliku memoranduma privatne emisije (private placement memorandum).

tog momenta, pa sve do zatvaranja, cene po kojima se vrše transakcije određuju odnosi ponude i tražnje.

Jedan od uslova koji mora biti ispunjen da bi svako sekundarno tržište funkcionisalo je da se cene HOV moraju non-stop preispitivati kroz proces kontinuitanog susretanja ponude i tražnje. Na taj način se ispunjuje osnovni preduslov koji vodi transparentnosti i stabilnosti funkcionisanja finansijskih tržišta. Međutim, usled brojnih okolnosti, može doći do poremećaja u kontinuiranom kotiranju HOV. Najčešće se to dešava usled kratkoročnih neravnoteža nastalih usled disproporcije u prispelim kupovno - prodajnim nalogima, odnosno neravnoteža koje nisu prouzrokovane nekim dubljim poremećajima na strani ponude i/ili tražnje. Finansijski posrednici, zahvaljujući kojima se ove kratkoročne neravnoteže lako prevazilaze, što omogućava tržištima da "tečno" funkcionišu, su brokeri i dileri. Drugim rečima, na primarnom tržištu ključni posrednici koji spajaju prodavce i kupce i koji na taj način omogućavaju funkcionisanje ovog tržišta su investicione banke. Na sekundarnom tržištu brokeri i dileri imaju ključnu ulogu u obezbeđivanju kontinuiranog toka trgovanja finansijskim instrumentima.

- *Brokeri* (brokers) su posrednici koji posluju u ime i za račun investitora, odnosno svojih klijenata. Njihova uloga je da izvršavaju naloge svojih klijenata i da na dilerskim tržištima (OTC) pregovaraju o kupovno-prodajnim cenama. Pored ove osnovne funkcije, brokeri još mogu imati i savetodavnu ulogu jer je većina brokerskih kuća danas osposobljena za poslove ispitivanja finansijskog tržišta gde na bazi prognoza svojih eksperata daju poslovne preporuke svojim klijentima. Za svoje usluge brokeri naplaćuju proviziju, koja je sastavni deo transakcionih troškova na tržištima HOV.
- *Dileri* (dealers) su finansijski posrednici koji posluju u svoje ime i za svoj račun. Javljaju se na strani ponude (bid price) i na strani tražnje (ask price). Zarađuju na osnovu

razlike između kupovne i prodajne cene (bid-ask spread). [to je raspon veći diler više zarađuje. Dileri imaju svoj inventar akcija na osnovu koga vrše portfolio menadžment. Uloga dilera na finansijskom tržištu je od velikog značaja. Već smo rekli da je finansijsko tržište podložno kratkoročnim neravnotežama usled disproporcije u tokovima kupo-prodajnih naloga, što znači da može doći do značajnih promena cena finansijskih instrumenata, a da nije došlo do fundamentalnih promena u ponudi i/ili tražnji. Generalno potresi značajno podrivaju poverenje finansijskih učesnika u stabilnost finansijskog sistema. Tako bi, bez prisustva dilera, ukoliko na primer dođe do priliva naloga za kupovinu bez kontra ponude, cene naglo reagovala. Dileri su ti koji su stalno budni, uvek spremni da izađu u susret svakoj ponudi i tražnji obezbeđujući kontinuiranost tržišta. Konsekventno, krucijalno doprinose cenovnoj stabilnosti. Na taj način učesnici koji žele trenutno da izvrše transakciju, to mogu učiniti, bez opasnosti da će se time uzrokovati finansijski debalans. Pored toga što omogućavaju da se sve željene transakcije momentalno izvrše, oni su značajan faktor koji obezbeđuje pouzdane cenovne informacije. U odnosu na ostale učesnike oni imaju najbolji uvid u kretanja naloga i to ne samo onih koji treba momentalno da se izvrše već i onih koji će se izvršiti samo ukoliko se cene HOV budu kretale u određenom smeru.¹⁰

Na taj način dileri uvek trguju po cenama koje prilično verodostojno oslikavaju trenutno tržišno stanje. Na berzama se javljaju u funkciji aukcionara, gde im je osnovna uloga da spreče nagle promene u cenama akcija, poštujući propise fer poslovanja.

Berza (Stock Exchange)

Berze su sekundarna finansijska tržišta u okviru kojih se vrši promet finansijskih instrumenata na fizički tačno određenom prostoru. Na berzama se trguje aukcionim

¹⁰ Pored tržišnog naloga koji se odmah izvršava po nalogu komitenta po trenutno najboljoj brokeru dostupnoj tržišnoj ceni, misli se na tri osnovna tipa i to ograničeni nalog (limit order), stop nalog [stop order može biti prodajni (sell stop order) ili može biti i kupovni (buy stop order)] i stop ograničeni nalog (stop-limit order).

putem, gde dolazi do susretanja ponude i tražnje konkurentnih kupaca i prodavaca na jednom mestu (trading floor). U SAD se pravi razlika između nacionalnih i regionalnih berzi. Po pravilu se na nacionalnim berzama vrši promet HOV stranih korporacija, dok se na regionalnim vrši promet domaćih efekata, često

Dve najveće nacionalne berze u SAD-u su berza u Njujorku (NYSE) i Američka berza (American Stock Exchange - AMEX). Standardi listinga na NYSE su restriktivnijih od onih koji važe na AMEX-u.¹¹ Na NYSE se kotira preko 3 000 kompanija čime se obezbeđuje izuzetna tržišna kapitalizacija, dok se na AMEX-u kotira oko 750

NYSE najveća američka berza

2002. godine NYSE je imala 1366 članova pri čemu je mesto na berzi (seat) koštalo 2 miliona USD. Najznačajniji članovi NYSE su:

- komisioni brokeri (commission brokers) - vrše usluge izvršenja naloga svojih komitenata. Za svoje usluge dobijaju nadoknadu u vidu provizije. Ima ih nešto manje od polovine članova berze.
- brokeri na parketu (floor brokers) su nezavisni brokeri koji preuzimaju naloge komisionih brokera ukoliko zbog povećanog obima poslovanja nisu u mogućnosti da izvrše sve pristigle naloge. Oni su ustvari brokeri brokera, gde za svoje usluge naplaćuju tzv. parketnu proviziju (floor brokerage)
- dileri rasprenim akcijama (odd-lot dealers) trguju nezaokruženim partijama (cela odnosno zaokružena partija sadrži 100 akcija). Preko 2/3 prometa se odnosi na trgovinu rasprenim partijama (odd-lot order).
- registrovani trgovci (floor traders ili registered traders) posluju u svoje ime i za svoj račun. Najčešće su u potrazi za špekulativnim prilikama.
- specijalisti (specialists ili market-makers) su zapravo dileri kojima je dodeljena uloga aukcionara. Ima ih oko 400. Svaki specijalista ima pravo da trguje akcijama samo jednog preduzeća. Njegova uloga je da uparuje ponudu i tražnju za akcijama kojima trguje brinući da ne dođe do naglih oscilacija u ceni. U svom poslu specijalista istovremeno obavlja ulogu brokera, dilera i aukcionara. Kao aukcionar on na početku dana, imajući u vidu prispele naloge, postavlja pravednu cenu otvaranja (opening price). Kao broker on prima naloge drugih brokera. Naloge može primati usmeno, na parketu ili elektronskim putem preko SuperDot sistema koji direktno povezuje članove berze širom sveta sa specijalistima na parketu (većina naloga se šalje elektronskim putem). Osim promptnih naloga, specijalista prima i ograničene, stop i stop ograničene naloge, koje beleži u svoju knjigu ograničenih naloga (limit order book). Na taj način on je najupoznatiji sa tokovima naloga, tako da obezbeđuje trgovinu po ceni koja verno reprezentuje tržišne uslove poslovanja. Ukoliko dođe do privremene disproporcije u tokovima naloga specijalista je, kako bi održao likvidnost i kontinuiranost tržišta, ovlašćen da se ponaša kao diler tj. on mora da, ukoliko tražnja nema adekvatnu ponudu, izađe na tržište sa ponudom iz svog inventara i obrnuto. Ukoliko specijalista nije u mogućnosti da izbalansira poremećaj on može dobiti dozvolu od berze da prekine trgovinu. Trgovina može biti prekinuta na otvaranju ili u toku dana. Prekid može trajati minutima, satima ili čak danima sve dok se ne izbalansiraju kupo-prodajni nalozi na bazi kojih je moguće odrediti cenu koja čisti tržište.

regionalnih firmi. Rad berzi nadgleda SEC pri čemu svaka berza sama postavlja standarde koji moraju biti ispunjeni kako bi akcije dospele na listing. Uslovi za listing su mnogo strožiji na nacionalnim nego na regionalnim berzama.

firmi. Najznačajnije američke regionalne berze su Pacifička berza (Pacific Stock Exchange), Srednjevapadna berza (Middlewest Stock Exchange), Filadelfijska berza (Philadelphia Stock Exchange), Bostonska berza (Boston Stock

¹¹ Uslovi koje kompanija mora da ispuni da bi se njene akcije kotirale na NYSE:

- Da ima najmanje 2000 akcionara koji poseduju zaokružene partije akcija (100 akcija – round lots)
- Najmanje milion emitovanih akcija koje su u posedu najmanje 2000 akcionara
- Najmanji godišnji bruto profit 2.5 miliona USD
- Neto imovina najmanje 18 mil. USD
- Kontinuirano objavljuje svoje finansijske izveštaje
- Mora da plati cenu listinga

Exchange) i Sinsinatijska berza (Cincinnati Stock Exchange). Postoje firme koje se kotiraju i na regionalnim i na nacionalnim berzama, tj. imaju dualno listiranje (dually listed stocks). Najčešći motiv dualnog listiranja je da se omogućiti brokerima koji nemaju dovoljno kapitala da sebi obezbede mesto na nacionalnoj berzi da trguju njihovim HOV.

Najveća američka berza je NYSE. Njeno poslovanje nadgleda SEC, ali i ona sama ima određena pravila i uslove koji moraju da se poštuju ukoliko se želi na njoj poslovati. Berzom upravlja Upravni odbor (Board of Governors) koji sačinjavaju predstavnici članova berze. Upravni odbor nadgleda poštovanje interno propisanih pravila poslovanja i ovlašćen je da sprovede disciplinske postupke protiv prekršioca. Samo članovi berze mogu učestvovati u trgovini na parketu (floor).

Tržište preko šaltera (OTC)

Za razliku od berzi, na kojima se trgovina odvija na fizički određenom mestu (trading floor), na OTC tržištu trgovina se obavlja elektronskim putem od strane geografski raštrkanih učesnika. Trguje se po principu cenkanja (negotiated bidding) gde prodavci pregovaraju sa kupcima o kupo-prodajnoj ceni. Najveće OTC tržište u SAD-u je Sistem

NASDAQ

NASDAQ je u vlasništvu i pod nadzorom Nacionalnog udruženja dilera hartijama od vrednosti (NASD - the National Association of Securities Dealers). NASD je neprofitno udruženje članova OTC tržišta u SAD-u (ima oko 5 500 članova) koje kontroliše poslovanje NASDAQ - a, ali i drugih OTC tržišta. NASD je pod prismotrom SEC-a.

automatizovanih kotacija nacionalnog udruženja dilera hartijama od vrednosti (NASDAQ - the National Association of Securities Dealers Automated Quotation System). Dok je pravilo da se na berzama trguje pretežno akcijama, na OTC tržištima,

kako u SAD-u tako i u svetu, se pretežno trguje obveznicama. U SAD-u su uglavnom u pitanju obveznice federalne blagajne (treasury bills, notes and bonds), obveznice vladinih agencija i lokalnih organa uprave (government agencies bonds i municipal bonds), nekotirane korporativne obveznice (corporate bonds) itd. Obično se na OTC tržištu ne kotiraju HOV koje se kotiraju na berzama, mada postoje firme koje se dualno kotiraju (ovim HOV se trguje na tzv. trećem tržištu). OTC tržište ima, u odnosu na berze, manje restriktivne uslove koji moraju biti ispunjeni da bi se trgovalo efektima preko OTC sistema, što je jedan od glavnih razloga njegove brze ekspanzije. Takođe, postoje firme koje su odavno ispunile berzanske uslove, ali se i dalje kotiraju samo na OTC tržištu.¹²

Trgovina se obavlja elektronskim putem. Ukoliko se želi trgovati određenom HOV moraju se prvo pronaći njihni market-maker-i OTC što i nije tako teško jer su učesnici direktno povezani elektronskim, telefonskim i teleprinterskim vezama.¹³ Kako je market-maker kontaktiran, na samom početku još ne znajući da li će do trgovine uopšte doći, saopštava svoje kupovne i prodajne cene koje su različite u zavisnosti od količina efekata koje se nude/traze. Do konačne cene se dolazi pregovaranjem. Pošto svaka HOV ima više market-maker-a, bid-ask spread-ovi su izuzetno suženi. Tako je OTC tržište izuzetno

konkurentno, ne samo interno, već i u odnosu na berze.

Kao što je pomenuto NASDAQ je nacionalno tržište na kojem se trguje i akcijama. Na inicijativu SEC-a 1982. godine je došlo do evolucije u NASDAQ/NMS sistem u kome se kotiraju obične akcije (common stocks)

koje zadovoljavaju slične finansijske kriterijume kao one koje se kotiraju na berzama. Ovaj sistem je za kratko vreme doživeo neverovatnu ekspanziju jer ga karakterišu manji kupoprodajni rasponi i veća likvidnost (trenutno u okviru NMS sistema posluje oko 535 market

¹² Na primer Microsoft.

¹³ Za razliku od berzanskog specijaliste koji je monopolista, OTC market-maker-i imaju pravo da "prave tržište" za više vrsta HOV istovremeno (svaka akcija ima najmanje 2 dok neke, kao recimo akcije Microsoft-a, imaju i preko 80 market-maker-a). Druga razlika je da, OTC market-maker-i nisu dužni da trguju iz svog inventara kako bi se stabilizovalo tržište ukoliko dođe do poremećaja u tokovima naloga. Kao brokeri izvršavaju naloge svojih komitenata primajući honorar u vidu komisione provizije.

maker-a). NASDAQ/NMS se sastoji se od dva tržišta i to:

- Nacionalnog tržišta (NNM – NASDAQ National market)
- Tržišta niske kapitalizacije (NASDAQ Small capital market)

Uslovi koji se moraju ispuniti da bi se akcije našle na listingu Tržišta niske kapitalizacije su labaviji od onih koji važe na NNM-u (akcije koje

stranice se danas objavljuju jednom nedeljno u elektronskoj formi. U njima se mogu pronaći sve neophodne informacije o svim dilerima i HOV kojima se trguje.

Pored primarnog i sekundarnog, postoje još i treće i četvrto tržište. Treće tržište je tržište na kome se trguje HOV koje su listirane i na berzama i na OTC tržištima. Ono je izraslo kao posledica visokih fiksnih minimalnih provizija

koje su brokeri naplaćivali za svoje usluge do 1975. godine.

Tako, stopa komisione provizije nije značajno opadala kako se broj akcija kojima se trgovalo povećavao, odnosno nije bilo ekonomije obima u poslovanju. Dileri i brokeri koji su poslovali na ovom tržištu nisu imali pristup NYSE (do 1999. godine) tako da nisu imali obavezu da zaračunavaju visoke fiksne minimalne provizije. Na taj način su bili u mogućnosti, da još šesdesetih godina prošlog veka, izađu u susret tražnji velikim institucionalnim investitorima koji su bili u potrazi za jeftinijim izvorima izvršenja velikih blok

transakcija (preko 10 000 HOV). Market-maker-i na ovom tržištu posluju pod prismotrom NASD. Kupoprodajne transakcije se najčešće obavljaju između institucionalnih investitora pomoću brokera kao posrednika. Kako institucionalnim investitorima nisu potrebne usluge istraživanja tržišta i depoa HOV, brokeri na trećem tržištu zaračunavaju niže provizije u odnosu na svoje kolege koje posluju na berzama i ostalim OTC tržištima. Tako su nastali diskontni brokeri (discount brokers) koji su usko specijalizovani za ekonomično i efikasno izvršenje naloga po znatno nižim provizijama. Kako od 1975. godine nema više fiksnih minimalnih provizija brokeri na berzama su počeli da snižavaju svoje honorare, kako bi konkurisali svojim suparnicima na OTC i trećem tržištu.

Četvrto tržište (kojim takođe upravljaju članovi NASDAQ) je tržište na kome se vrše blok transakcije velikih institucionalnih investitora bez prisustva brokera, što značajno

Tabela 2: Poslovanje na NASDAQ tržištu 2000. godine.

	NASDAQ NMS	Nacionalno tržište NNM	Tržište niske kapitalizacije
Broj akcija kojima se trgovalo (u mlrd.)	442.8	424	18.8
Vrednost trgovine (u mlrd. USD)	20,395.30	20,273.70	121.7
Tržišna kapitalizacija (u mlrd. USD)	3,597.10	3,579.40	17.7
Broj kompanija	4,734	3,827	907
Broj emisija	5,053	4,010	1,043

Izvor: Fabozzi, J.F., F. Modigliani, F.J. Jones and M.G. Ferri 2002 "Foundations of Financial Markets and Institutions" Prentice-Hall International Inc.

se kotiraju na NNM-u su poznatije, likvidnije i imaju više market-maker-a). Firme koje se u međuvremenu razviju i finansijski znatno ojačaju prelaze na NNM tržište.

Kao značajna OTC tržišta na kojima se trguje HOV bez restriktivnih uslovljavanja¹⁴ treba još pomenuti:

- OTC Oglasnu tablu (OTC Bulletin Board – OTCBB) kojom upravlja NASDAQ, a koju reguliše i kontroliše NASD. OTC Oglasna tabla svakodnevno elektronski emituje važeće cene, odnosno cene po kojima se poslednja transakcija izvršila, obime trgovanja itd. za približno 5.500 različitih hartija od vrednosti.
- Ružičaste stranice (Pink Sheets) koje kontroliše i kojima upravlja Nacionalni kotacioni biro (National Quotation Bureau). Pre osnivanja NASDAQ 1971. godine dilerske kotacije su bile raspoložive samo preko papira i to ružičaste boje. Ružičaste

¹⁴ Bez, pre svega, kapitalnih zahteva koji moraju biti ispunjeni da bi HOV dospela na listing.

snižava transakcione troškove. Ovo tržište je direktan konkurent berzama i ostalim OTC tržištima, primoravajući finansijske trgovce

da blok transakcije obavljaju po što nižim cenama.

OTC ili NYSE?

Možemo se zapitati koje je tržište efikasnije, konkurentnije i jeftinije: OTC ili NYSE? Često se na OTC tržište gleda kao na konkurentnije pa samim tim i jeftinije zbog činjenice da nema monopolističkog market makera-a. Statistički podaci istraživanja koje je 2001 godine sproveo SEC (gde se upoređuju troškovi trgovanja sa uporedivim HOV na NASDAQ i NYSE) kazuju:

- nalozi od 100 – 499 akcija bid-ask spread po akciji je između 0.057-0.109 USD širi na NASDAQ tržištu u odnosu na NYSE. Egzekucija naloga je u proseku za 10-19 sekundi brža na NASDAQ tržištu.
- nalozi od 500- 1999 nema značajnijih razlika u bid-ask spread-u i brzini egzekucije
- nalozi od 2000-4 999 nema značajnijih razlika u bid-ask spread-u dok je egzekucija od 27-49 sekundi brža na NYSE,

Ove razlike se generalno mogu objasniti time da se na NYSE trgovci lično susreću na parketu tako da često obavljaju transakcije direktno bez učešća market-maker-a, što značajno snižava troškova transakcija (Na NYSE se od 10 transakcija 8 obavlja direktno). Za razliku od NYSE na OTC tržištu su učesnici geografski udaljeni tako da se velika većina transakcija obavlja preko posrednika. Fabozzi, J. F. et al. (2002).

Apstrakt:

Zavisno od toga da li su hartije od vrednosti u pitanju prvi put u prometu ili ne, odnosno da li u transakciji učestvuje emitent predmeta finansijske transakcije finansijska tržišta mogu podeliti na primarna i sekundarna. Na primarnom finansijskom tržištu se trguje tek emitovanim finansijskim instrumentima. Ovo tržište ima veliki značaj za emitenta, jer na njemu on sakuplja novčana sredstva koja su mu neophodna radi neometanog, razvojno orijentisanog obavljanja poslovne aktivnosti. Na sekundarnom tržištu se trguje već emitovanim finansijskim instrumentima. Sa aspekta emitenta, sekundarno tržište je mesto gde može dobiti informacije o tome kolika je tražnja za njegovim hartijama od vrednosti, odnosno kako investitori procenjuju razvojne perspektive preduzeća.

Ključne reči: primarna i sekundarna finansijska tržišta, investicione banke, berza, tržište preko šaltera, brokeri, dileri.

Abstract:

Depending on whether securities under consideration are for the first time object of trading or whether issuer of security is involved in trading process, financial markets can be separated into two groups: Primary and secondary. Objects of trading in the primary market are newly issued securities. The primary market is very important source for collecting financial resources necessary for smoothly performing developing-oriented business activities. Object of trading in the secondary market are previously issued financial claims. In addition, the secondary market reveals to issuers very important information about the value of the financial asset, or more exactly how investors estimate developing perspectives of firm.

Literatura:

1. Beck, T., A. Demirguc-Kunt, R. Levine and V. Maksimovic 2001. "Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence." *Financial Structure and Economic Growth* (ed: Demirguc-Kunt, A. and R. Levine), MIT PRESS, Cambridge, Massachusetts, London England.
2. Claessens, S., S. Djankov and D. Klingebiel 2001. "Stock Markets in Transition Economies." *Financial Transition in Europe and Central Asia-Challenges of the New Decade* (ed: Bokros, L., A. Fleming and C. Votav)
3. Fabozzi, J.F., F. Modigliani, F.J. Jones and M.G. Ferri 2002 "Foundations of Financial Markets and Institutions" Prentice-Hall International Inc.
4. Foley, J.B. 1998. "Tržišta kapitala." Mate d.o.o., Zagreb.
5. Fulghieri, P. and R. Rovelli 1998. "Capital Markets Financial Intermediaries and Liquidity Supply." *Journal of Banking and Finance* 22, pp 1157-1179.
6. Global Finance Magazine, www.global.vwh.net
7. Gorton, G. and A. Winton 2002. "Financial Intermediation." NBER Working Paper, May 2002.
8. Kawalec, S. and K. Kluza 2001."Challenges of Financial System Development in Transition Economies." *Financial Transition in Europe and Central Asia-Challenges of the New Decade* (ed: Bokros, L., A. Fleming and C. Votava), World Bank, Washington D.C.
9. Mishkin, S. F. 1998. "Financial Markets and Institutions" Addison-Wesley Inc, United States.
10. Mishkin, S. F. 2002. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets." Addison-Wesley Longman Inc, United States.
11. Mizruchi, S. M. and L. B. Stearns 1995. "Money Banking and Financial Markets." *The Handbook of Economic Sociology* (ed: Neil J. Smelser and Richard Swedberg), Princeton University Press, New Jersey.
12. Radonjić, O 2004. "Finansijska tržišta u zemljama u tranziciji: Petnaestogodišnje iskustvo i izazovi budućem razvoju." *Bankarstvo*, No 5-6, Udruženje banaka i drugih finansijskih organizacija Srbije, Beograd.
13. Šoškić, B. D. 2000. "Hartije od vrednosti: Upravljanje portfoliom i investicioni fondovi" Ekonomski fakultet i Čigoja štampa, Beograd.