

**Originalni naučni članak**

**UDK 339.727.22/.24**

## **INVESTICIONO ODLUČIVANJE U USLOVIMA NESAVRŠENOG TRŽIŠTA KAPITALA**

**Dr Srećko Novaković<sup>214</sup>**

### **Abstrakt**

Oblici ispoljavanja nesavršenosti tržišta kapitala na ostvarenje alokacijskog optimuma u vremenu i kriterijumi investicionog odlučivanja su brojni. U praksi se, najčešće, ispoljavaju kao odstupanje kamatne stope na uzete kredite od kamatne stope na date kredite, kao i različiti oblici ograničenja u pogledu mogućnosti pribavljanja potrebnog iznosa finansijskih sredstava na tržištu kapitala.

Ključne reči: *kapital, tržište, investiciona odluka, cena kapitala, ekonomski zakon.*

### **Abstract**

Forms of the imperfect capital market demonstration concerning realization of the allocation optimum in one period of time and criteria of the investment decision making are numerous. In practice, they are mostly expressed as being deviations of the interest rate in relation to borrowed credits out of the interest rate on granted credits, as well as various forms of limitations concerning possibilities for obtaining necessary amount of the financial funds in the capital market.

Key words: *capital, market, investment decision, price.*

### **Uvod**

Društveni život je nemoguć, ukoliko se ne ublaži trka za ostvarivanjem sopstvenih interesa i ne pokaže briga i poštovanje za sve subjekte društva. Društvo koje bi se sastojalo samo od tvrdih egoista samo bi sebe uništilo. Pomirenje pojedinačnih i društvenih interesa je uslov opstanka. Neophodnost usklađivanja pojedinačnih i društvenih interesa uslovljava potrebu za postojanjem tržišta. Tržišni mehanizam dovodi u sklad suprotne interese učesnika na tržištu kapitala. Istovremeno, stvaranje zakonskih ograničenja za tržište, najčešće se pravda potrebom zaštitite manje snalažljivih građana od iskorišćavanja. Institucionalno regulisanje tržišta treba da reši dve bitne stvari:

---

<sup>214</sup> Predsednik Holding Kompanije "SOLID" i profesor na Visokoj školi za uslužni biznis Istočno Sarajevo.

- Da omogući slobodno delovanje tržišnog mehanizma uz sprečavanje obmane lakovernih. U protivnom, može se ugroziti ugled tržišta i na taj način potkopati njegovo uspešno funkcionisanje.

- Da omogući razvoj preduzetničke sposobnosti učesnika na tržištu.

Sušтина postojanja i razvoja materijalnog sveta, kao i društvenih odnosa koji na njegovoj osnovi nastaju, može se shvatiti samo ukoliko se jasno diferencira kratkotrajno, slučajno i neponovljivo od onoga što se dešava po nekim određenim pravilnostima, ili drugim rečima od onog u čijem kretanju i razvoju leži neki zakon. Ekonomske zakonitosti izražavaju uzročno-posledične veze u privrednim pojavama i procesima, s tim, neminovnost i osnovni kurs promena.

Kao kompleksna tržišna kategorija tržište kapitala obuhvata: 1) kreditno-investiciono tržište, na kome se kapital koristi u formi dugoročnih investicionih kredita, 2) hipotekarno tržište, na kome se kapital koristi u formi hipotekarnih kredita i 3) tržište dugoročnih hartija od vrednosti. Kao takvo, ono pruža široke mogućnosti snabdevanja preduzeća potrebnim dugoročnim sredstvima, ali i nameće čvrste obaveze uvažavanja načela produktivne upotrebe kapitala, pažljivog vrednovanja faktora rizika i s njim povezanih troškova kapitala te upravljanja strukturom kapitala, zatim znalački pristup za nas novim finansijskim mogućnostima.

### 1. Učesnici na tržištu kapitala

Jedan od najvažnijih zadataka savremenog tržišta kapitala je zaštita i očuvanje investitora tj. vlasnika kapitala, jer bez njih nema ni tržišta kapitala. Postojanje tržišta kapitala je neraskidivo povezano sa postojanjem investitora – vlasnika kapitala. Zaštita investitora je nužan uslov za uspešno funkcionisanje tržišta kapitala. Investitora treba štiti od strane korisnika kapitala, od strane posrednika na tržištu kapitala i od rizika povraćaja kamate i otplate. Zaštita investitora sprovodi se pre svega kroz detaljno istinito informisanje vlasnika kapitala o svim činjenicama na osnovu kojih on donosi odluku o ulaganju svog kapitala. Pomenutim informacijama potrebno je sprečiti buduće dužnike da na bilo koji način zloupotrebe investitora. Zaštita interesa vlasnika kapitala odvija se putem propisivanja strogih pravila ponašanja do oštrih kazni za prekršioca.<sup>215</sup>

Korisnici kapitala pojavljuju se na tržištu kao kupci kapitala koji nude investitori. Oni istovremeno postaju dužnici. Korisnici kapitala na tržištu kapitala preduzimaju poslovne operacije na primarnom i sekundarnom tržištu. Na primarnom tržištu (tržište emisija) odvijaju se sledeće aktivnosti: priprema, pojava i predstavljanje emisije na tržištu kapitala, registrovanje emisije kod ovlašćenih organa, plasman i zatvaranje emisije. Na sekundarnom tržištu (tokovi akumulacije) odvija se kupoprodaja već izdatih hartija od vrednosti, isplata dividendi po akcijama povraćaj glavnice i isplata kamatnih kupona po izdatim obveznicama. Najmalobrojniju grupu (u kvantitativnom smislu) na tržištu kapitala čine

---

<sup>215</sup> Tržišna zaštita poverioca je uvek daleko efikasnija od npr. zaštite putem bankarskih garancija i sl.

posrednici. Međutim, u kvalitativnom smislu ovo je najvažnija grupa subjekata na tržištu kapitala. Investitori stvaraju ponudu na tržištu kapitala, korisnici kapitala tražnju, a posrednici određuju obim i realizaciju i ponude i tražnje na tržištu kapitala. Bez kvalitetnih posrednika ni značajan broj investitora i korisnika kapitala neće pomoći stvaranju efikasnog tržišta kapitala. Npr. u Brazilu, Koreji i sl. postoji značajnije neefikasno tržište kapitala zbog nerazvijenosti bankarsko-finansijskog sektora.

Podelu posrednika na tržištu kapitala možemo izvesti na više načina. Čini se da je organizacioni kriterijum deobe najprihvatljiviji. Prema tom kriterijumu posrednike na tržištu kapitala delimo na:

- bankarske organizacije,
- investicione fondove,
- finansijske institucije kao institucionalne posrednike,
- berze i druge specijalizovane institucije tržišta kapitala.

Bankarske organizacije na tržištu kapitala se javljaju kao:

- investitori koji plasiraju svoj kapital u svoje ime i za svoj račun,
- kao korisnici kapitala koji uzimaju kapital u svoje ime i svoj račun,
- kao komisionari koji plasiraju kapital u svoje ime, a za tuđ račun ili mobilišu kapital za korisnika u svoje ime, a za njegov račun i kao
- isti posrednici koji rade u ime investitora ili korisnika kapitala.

Banke imaju dominantnu ulogu na tržištu kapitala i na njemu se pojavljuje veći broj različitih banaka. Pretvaranje novca u kapital prvenstveno realizuju komercijalne banke. Istovremeno, komercijalne banke zbog svoje težnje za ostvarivanjem velikih profita često mogu da budu i uzročnici negativnih kretanja na tržištu novca i kapitala. Zbog toga rad komercijalnih banaka treba uvek da bude pod kontrolom centralne banke. Zahvaljujući svojoj rasprostranjenosti ove banke su u mogućnosti da svojom ponudom i tražnjom na tržištu kapitala brzo stignu do svog investitora ili korisnika kapitala te je zbog toga izuzetno značajna njihova komisiona i posrednička uloga.

Investicione banke su najmoćniji učesnici na tržištu kapitala. Za razliku od komercijalnih banaka čije izvore uglavnom čini kratkoročni kapital izvore investicionih banaka čini vlastiti kapital. Za razliku od komercijalnih banaka ove banke nemaju veliki broj filijala pa je njihova uloga na sekundarnom tržištu kapitala neuporedivo manja u odnosu na ulogu depozitnih banaka. Zbog posedovanja sopstvenog kapitala i angažovanja svojih eksperata za transakcije na primarnom tržištu kapitala (emisiono tržište) ove banke na polju aktivnosti emisije i plasmana hartija od vrednosti imaju vodeću ulogu. Hipotekarne banke imaju ulogu na bazi emisije i plasmana zasnovanog na hipotekama (zalažanje imovine korisnika hipotekarnog kredita). Zbog toga su hartije od vrednosti najkvalitetnije i one pospešuju razvoj stambene i komunalne delatnosti.

Univerzalne banke nastoje da maksimalno iskoriste sve prednosti komercijalnih i investicionih banaka. Ove banke najveću pažnju posvećuju uvećanju sopstvenog kapitala, sopstvenim emisijama hartija od vrednosti i

obezbeđenju većeg stepena likvidnosti.<sup>216</sup>Štedionice i štedno kreditne zadruge obično se bave izdavanjem sopstvenih ili još češće komunalnih hartija od vrednosti, plasiraju mobilisani kapital svojim komitentima najčešće u obliku hipoteke, jer raspolažu najširoom mrežom svojih filijala. One se bave transakcijama na sekundarnom tržištu kapitala, ali sve u svemu one su najznačajnije za svoje osnivače.

Investicioni fondovi nastali su u industrijski razvijenim zemljama gde je zbog brzog razvoja tržišta kapitala bankarski sistem postao kočnica daljeg razvoja tržišta kapitala. Osnivanjem investicionih fondova obogaćena je institucionalna struktura bankarskih organizacija, što je dovelo do uvećanja mobilizatorske uloge kapitala, kao i stabilnog razvoja tržišta kapitala. Osnivači investicionih fondova obično su privredni subjekti-akcionari ili država. Iako oni nemaju status banke obavljaju gotovo sve bankarske poslove. Investicioni fondovi mogu da budu otvoreni, zatvoreni ili državni. Kod otvorenog investicionog fonda vlasnik akcije ima pravo da u svakom trenutku proda svoju akciju samom fondu i tako povuče nazad svoj uloženi kapital. Investicioni fond zatvorenog tipa osniva se emisijom akcija koje garantuju njihovim vlasnicima sva prava koja akcija u sebi sadrži. Unovčavanje akcija kod ovih fondova moguće je jedino na sekundarnom tržištu kapitala zbog toga je pasiva ovog fonda kvalitetnija od pasive investicionog fonda otvorenog tipa. Državni investicioni fond obično se osniva u formi fonda otvorenog tipa i posebno je pogodan za zemlje sa mladim i nedovoljno razvijenim tržištem kapitala, jer ovaj fond ima najsigurnije plasmane. Osiguravajuća društva i penzioni fondovi predstavljaju specijalizovane institucionalne posrednike, koji raspolažu značajnim iznosom kapitala koji prikupljaju putem premija za socijalno osiguranje, za zdravstvenu zaštitu, za nezaposlenost, za osiguranje života i imovine, i putem uplata za penzione fondove.

Imajući u vidu siguran i redovan priliv kapitala, ovi fondovi su od naročitog značaja za uspešno funkcionisanje tržišta kapitala. Oni se na tržištu kapitala uglavnom pojavljuju kao investitori, veoma retko kao korisnici, a nikada kao čisti posrednici. Specijalizovane institucije za preuzimanje, plasman emisije i preprodaju hartija od vrednosti uglavnom se bave spekulativnim poslovima. Njihova osnovna poslovna preokupacija sastoji se u preuzimanju hartija od vrednosti po kursu koji je uvek niži od emisionog. Zatim se različitim metodama povećava cena preuzetih hartija od vrednosti i stiže zarada na bazi novog većeg berzanskog kursa. Kao učesnici na tržištu kapitala nastupaju uvek u svoje ime i za svoj račun. Zbog svega toga i njih je potrebno kontrolisati. Dilerske, brokerske, eskontne, lombardne, avalne i dr. posredničke institucije predstavljaju jedine prave posrednike između investitora i korisnika kapitala. Svoje poslove na tržištu kapitala one obavljaju obično u tuđe ime i za tuđ račun, ređe u svoje ime i za tuđ račun, i nikad u svoje ime i za svoj račun. Za svoje usluge naplaćuju posredničku proviziju. Njihov broj na tržištima kapitala je ogroman i mogu da zapošljavaju od jednog zaposlenog do

---

<sup>216</sup> Osim toga one stvaraju mrežu svojih filijala zbog čega su u prednosti nad investicionim bankama na sekundarnom tržištu kapitala.

znatnog broja. Berze su, možda, najznačajnije institucije na tržištu kapitala. One treba da omoguće razmenu ponude sa tražnjom na najvišem kvalitativnom i kvantitativnom nivou, utvrde tržišnu cenu hartija od vrednosti i omoguće stabilnost na tržištu kapitala.

Država kao učesnik na tržištu kapitala javlja se kao investitor, korisnik, regulator i kontrolor. U savremenoj praksi država kao investitor ili korisnik kredita često se pojavljuje i u regulisanju ponude i tražnje i ukupnih tržišnih odnosa na tržištu kapitala. Regulativna uloga države mora da bude objektivna i nezavisna. Zakonsku regulativu država sprovodi putem donošenja zakona kojima se regulišu sva pitanja sistemskog karaktera vezana za postojanje i uspešan rad tržišta kapitala. Država svoju regulativnu ulogu ostvaruje i preko različitih komisija za registraciju emisija hartija od vrednosti. Svoju kontrolnu funkciju država ostvaruje putem kontrole primene svih zakona i podzakonskih propisa, kontrole i nadzora nad radom berzi i kontrole svih informacija bitnih za učesnike na tržištu kapitala. Institucionalno regulisanje tržišta kapitala u smislu navedenih predloga od izuzetnog je značaja za uspešno funkcionisanje našeg privrednog sistema i poboljšanje životnog standarda svakog građanina. Putem tržišta kapitala uvećava se i društveni proizvod i bogatstvo svakog pojedinca. Međutim, efikasnog tržišta kapitala ne može biti dok se ne prevaziđu sistemski ograničenja a njegovo funkcionisanje. Naime, treba da prevaziđemo političku nestabilnost, nestabilnost pravnog sistema, obezbedimo zadovoljavajući poslovno finansijski bonitet učesnika na tržištu kapitala, razvijemo finansijske institucije i finansijske instrumente, Naravno, stabilnost domaće valute i kadrovska osposobljenost su nezaobilazni preduslovi koje treba obezbediti da istinski razvijemo tržište kapitala kod nas.

Prevazilaženjem navedenih sistemskih nedostataka, uz predloženo institucionalno regulisanje tržišta kapitala, moguće je stvoriti uslove za uspešno funkcionisanje tržišta kapitala koje može da bude jedan od značajnih pokretača razvoja našeg ekonomskog sistema, rasta društvenog proizvoda i uvećanje bogatstva svakog građanina na našim prostorima.<sup>217</sup>

## **2. Investicione alternative kod donošenja odluka na tržištu kapitala**

Za analizu odluke o potrošnji i štednji koristićemo uobičajeni analitički instrumentarij, terminološki prilagođen potrebama tumačenja kritičnih pojava, koji deluje na ponašanje ekonomskih subjekata (preduzeća). Utvrđivanje optimalne kombinacije potrošnje znači pronaći na krivoj potrošnje (PP') tačku koja će odraziti u datom momentu preference ekonomskog subjekta, kao donosioca odluke (slika br.1.). U tom svojstvu u analizu se uvodi i skup krivih indiferencije ( $U, U'$  i  $U''$ ) koje ukazuju na različite kombinacije mogućnosti tekuće i buduće potrošnje, na koje je donosilac odluke indiferentan, tj. svejedno mu je koju od kombinacija na krivoj indiferencije koristi. Proces optimizacije traži da se uporedi željena

---

<sup>217</sup> Wiliam Schwert, Stock Market, Volatility, Financial Analysis Journal, May-June, London, 2000.

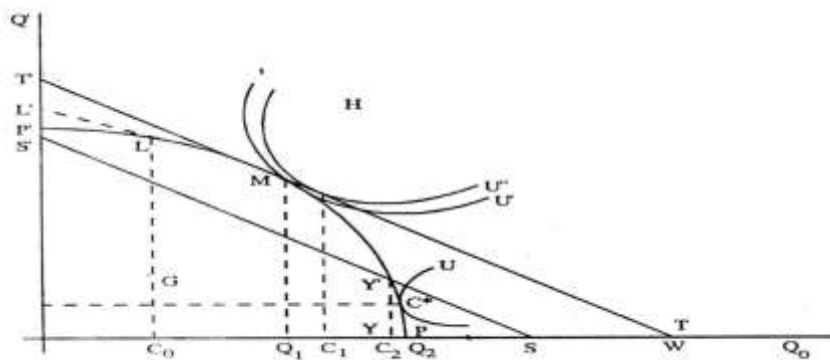
kombinacija mogućnosti potrošnje izražena tačkama na krivama indiferencije donosioca odluke i stvarnih objektivno zadanih mogućnosti potrošnje. Pri tom ne smemo zanemariti uslove pod kojima dolazi do razmene između sadašnjih i budućih mogućnosti potrošnje. Naime, ekonomski subjekt neiskorišćeni deo sadašnje moguće potrošnje ustupiće drugom subjektu koji ima drugačije preference u pogledu mogućnosti potrošnje samo ukoliko može dobiti protivnaku – kamatu. Prema ekonomskoj logici kamatna stopa na uzete kredite je viša od kamatne stope na date kredite.

Međutim i pri ovakvom odnosu kamatnih stopa mogu se jasno diferencirati varijante:

- konstantna kamatna stopa na uzete kredite i
- kamatna stopa raste sa rastom iznosa pozajmljenih sredstava.

Kriterijumi odlučivanja u prvom slučaju u funkciji su tržišnih mogućnosti kojima preferira donosilac odluke.<sup>218</sup>

U drugom slučaju, investiranje je ekonomski racionalno sve dok je granična proizvodna stopa prinosa veća od granične kamatne stope. Ovo stoga što prirast rezultata kompnezuje prirast troškova nastalih uzimanjem kredita neophodnih za finansiranje dodatnih investicija. Mogućnosti razmene na slici su prikazane pravim linijama  $TT'$  i  $SS'$  (različite nivoe razmene) s poznatim koeficijentom smera  $-(1+ki)$  pri čemu je  $ki$  vremenska preferenca kao funkcija intertemporalne raspodele ostvarenog finansijskog rezultata, a kvantitativno izražena kao kamatna stopa. Svaka linija odnosa cene upotrebe odložene potrošnje (kamate) može se povezati sa ukupno raspoloživim mogućnostima proizvodnje.



Slika 1. Intertemporalni optimum potrošnje

Ekonomski subjekt ima mogućnosti da postigne i svoj proizvodni optimum, penjući se različitim kombinacijama do tačke gde najviša linija cene dodiruje krivu transformacije proizvodnje. Svakoj tački na krivoj

<sup>218</sup> V. Hirshleifer J., On the Theory of Optimal Investment Decision, Journal of Political Economy, August 1958, str. 334, prema dr Blagoje Paunović, Investicione odluke preduzeća u uslovima grupnog upravljanja, Ekonomski fakultet, Beograd, 1994. god., str.56.

proizvodnje odgovara kombinacija resursa u sadašnjem i budućem periodu vremena. sadašnju vrednost ovih kombinacija predstavljao bi presek odgovarajuće tržišne linije i x ose na kojoj su predstavljene kombinacije resursa u sadašnjem periodu. Krećući se prema tački optimuma povećavamo sadašnju vrednost kombinacije resursa sadašnjeg i budućeg vremenskog perioda. Iz slike je vidljivo i da se optimum potrošnje donosioca odluke zahvaljujući razmeni povećao. Ujedno se linija odnosa cena pretvorila u njegovo stvarno ograničenje kao linija raspoloživih sredstava za upotrebu.

Maksimiranje tržišne vrednosti vremenski određene kombinacije resursa kojom raspolaže je u interesu vlasnika preduzeća. Kad god se tok prihoda koji proističe iz maksimirajućeg ponašanja preduzeća razlikuje od toka potrošnje koji želi vlasnik, pred njim stoji mogućnost da na tržištu kapitala zameni svoje pravo na ubiranje neto efekata investicija u preduzeću za prava iste tržišne vrednosti u onom preduzeću čiji tok rezultata investicija više odgovara njegovom rasporedu potrošnje u vremenu.<sup>219</sup>

### Zaključak

U praksi su poznati različiti oblici ograničenja tržišnim mogućnostima transfera resursa iz perioda u period, odnosno brojna ograničenja u pribavljanju željenih iznosa kapitala po tekućoj kamatnoj stopi, što ukazuje na nesavršenost kapitala. Zbog navedenog, država mora biti sposobna da neprekidno deluje na uspostavljanju i razvijanju tržišta kapitala. Njena jačina se svodi na način da poslovnim entitetima (preduzećima) osigurava pravni okvir koji je neutralan u odnosima prema konkurentskoj preduzetničkoj logici pojedinca, preduzeća i njihovih interesa isključujući monopolizam. Treba imati u vidu činjenicu da tržište kapitala predstavlja samo jedan od izvora finansiranja preduzeća u razvijenim tržišnim privredama. Finansiranje putem sopstvenog kapitala i bankarskih kredita je često dominantniji oblik finansiranja preduzeća, pa je i u tom smislu ograničeno dejstvo tržišta kapitala. Osnovne karakteristike ekonomskih resursa su ograničenost i mogućnost alternativne upotrebe. Stoga se sukob želja i mogućnosti u procesu razvoja treba usmeriti na objektiviziranu konkurenciju investicionih alternativa, koje u konačnom svoje ishodište imaju u jednostavnom traženju optimuma potrošnje u vremenu danas i vremenu sutra. Da bi odluka bila dobra i njome se postigli željeni rezultati neophodno je da ona predvidi i zadovolji nove potrebe klijenata za koje verujemo da će se u budućnosti pojaviti tj. da organizaciju učini proaktivnom na duge staze. Poznavanje teorijskih rešenja i uslova pod kojima se optimum može ostvariti formulisanje praktično upotrebljivih kriterijuma i postupaka čiji rezultati primene u izboru projekata ne odstupaju značajnije od teorijskog optimuma.

---

<sup>219</sup> M. Nikolić, N. Milenković, D. Pokrajčić, B. Paunović, *Ekonomika preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1995.

**Literatura:**

1. J. Clemens, Stock Answers, A. Guide to the International Equities Markets, Cassl, London, 1998.
2. T. Matsumato, Japanes Stocks, A Basic Guide for the intelligent Investor Kondansha
3. . I. Powell, Issues and offers of Company Securities, The New Regime Sweet/Maceell, London 2003.
4. M. A. King i S. Wodhwani, Transmission of Volatility between Stock Markets, The Review of Financial Studies, Vol. 3.
5. Wiliam Schwert, Stock Market, Volatility, Financial Analysis Journal, May-June, London, 2000.
6. M. Nikolić, N. Milenković, D. Pokrajčić, B. Paunović, Ekonomika preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, 1995.