

Апстракт

Од својих појавних облика до данас, у свету је основано око 400 берзи које функционишу у преко 30 земаља. Три четвртине овог броја припада индустриски развијеним земљама Европе, Америке и Азије. Ове берзе су међусобно сличне по организацији рада и пословања. У овом раду дајемо кратак историјат настанка водећих светских берзи као и основе њиховог функционисања, са посебним освртом на организацију америчких берзи. Циљ сваке берзе је да концентрисањем понуде и тражње берзанских артикала на једном месту утврди њихову реалну тржишну вредност. Послови се закључују у просторијама берзи у одређено време предвиђено за рад уз поштовање строгих правила пословања и уз јаку контролу. Како се савремене тржишне привреде данас не могу замислiti без функционисања берзи, земље у развоју свој излаз из економским проблема

траже ослонцем на искуства развоја берзанског пословања оних земаља које у овој области имају дугу традицију. Тим путем кренула је и југословенска привреда, оснивањем Београдске берзе 1989. године. На жалост, и поред почетног ентузијазма и великих напора домаћих стручњака, када су ангажовани и бројни светски стручњаци из ове области, у циљу развоја овог савременог вида пословања, виднији резултати нису постигнути. Још увек имамо неразвијено берзанско пословање и тржиште капитала као и укупно финансијско тржиште. Будући развој берзанског пословања код нас условљен је бројним променама у различитим сферама економског живота, које би скупа требале да омогуће стварање модерне тржишне привреде. У том циљу светска искуства су драгоценa, уз неизбежно прилогађавање специфичностима домаће привреде.

Кључне речи: берза, чланови берзе, органи берзе, техника берзанског пословања, хартије од вредности, котација берзанског материјала, берзански курс, берзански послови.

Др ЉУБИЦА НИКОЛИЋ

ОРГАНИЗАЦИЈА САВРЕМЕНИХ БЕРЗИ

1. САВРЕМЕНЕ БЕРЗЕ

Берзе које послују у савременим тржишним привредама, имају за циљ да делују у правцу стабилизације тржишних токова. У том циљу данас у свету постоје берзе дугорочних хартија од вредности, девизнe берзе, новчане берзе, робне тј. продуктне берзе, као и берзе услуга. У Великој Британији, САД, Канади, Аустралији, Јапану, берзе су организације приватних капиталиста, али под одређеном државном контролом. Европскe берзе су јавне установе основане на темељу закона.

Основне карактеристике савремених берзи, као специфичне врсте тржишта, по којима се оне и разликују од осталих тржишта, су следеће:

- берза је организовано тржиште са одређеном управом и органима,
- на берзи се ради по строгим и унапред утврђеним правилима,
- на овом специјализованом тржишту може се пласирати само онај тржишни материјал који испуњава одређене услове,
- на берзи је дозвољен приступ ограниченој броју учесника,
- пословање на берзи се одвија преко квалификованих посредника,
- берзански састанци се одржавају редовно у тачно одређено време,
- учесници који раде на берзи подвргнути су строгој дисциплини,
- држава контролише пословање берзе,
- берзе су савремено технички опремљене,
- редовно се презентују курсне листе и пружају друге информације о пословању берзе,
- послови се обављају на најбржи могући начин путем аукције и електронске обраде података.

* Доцент Правног факултета у Нишу.

У данашње време, све велике светске борзе су компјутеризоване и међусобно повезане. Како се акцијама познатих мултинационалних компанија тргује по целом свету, трговина практично траје 24 сата, због временских разлика, тако да је дошло до сада невиђене глобализације борзанског пословања.

1.1. БЕРЗЕ У САД

На борзанском тржишту САД најзначајнија борза је New York Stock Exchange (NYSE), на којој се пласира 72% од укупног броја акција које се продају на свим америчким борзама. У САД постоји 14 борзи од којих треба споменути и American Stock Exchange (AMEX), која је друга по обиму пословања акцијама са 18%, као и National Stock Exchange, а све су лоциране у Њујорку. Оне се сматрају националним борзама, док се друге називају "регионалним борзама", иако су многе од њих познате светске борзе.¹

Након завршетка рата са Енглезима 1789. г. Конгрес америчких држава је одобрио издавање обвезнica јавног зајма у износу од 80 милиона долара. Тиме је започео процес издавања хартија од вредности у Америци. Након тога, појавиле су се обвезнице појединачних држава и акције банака.

У тим првим годинама емисије хартија од вредности у Америци, саставили су се на једном крају Wall Street-а пет мешетара који су куповали и продавали хартије од вредности за рачун својих клијената. Године 1792. склопила су 24 мешетара Buttonwood Tree Agreement и као своје седиште пословања изабрали су "Tontine Cafe Hous". Године 1800. основана је прва службена борза у САД у Филаделфији. Према узору на њу, основана је 1817. г. New York Stock and Exchange Board. Председник борзе је извикивао редом хартије од вредности и према понуди и тражњи утврђивао њихов курс. Поред тог службеног трговања на борзи, пред борзом се на плочнику ненаслужено трговало.

Назив New York Stock Exchange прихваћен је 1863. г. а отприлике у исто време почела су се продавати места умрлих чланова борзе или на други начин испражњена места најбољем понудиоцу. Највиша цена за једно место плаћана је у време борзанског полета, који је претходио слому 1929. г. и износила је 625.000 долара. Сада је уобичајена цена места на овој Борзи између 200 и 300 хиљада долара. Прави развој NYSE почиње почетком 20. века.

Ова Борза је организована као некорпоративно удружење које нema за циљ максимирање добити. Сама Борза нити купује, нити продаје хартије од вредности, нити одређује њихову цену, већ се трговина одвија између појединачних чланова. Борза има своју зграду на Wall Street-у 11 на Manhattan-у а целокупно пословање одвија се на "паркету" (on the floor) те зграде.

Број чланова Борзе био је до краја Првог светског рата ограничено на 1.000 а затим се постепено повећавао да би достигао данашњу цифру од 1.375 чланова који су организовани у око 600 брокерско-дилерских фирм. Осим тога, има још 50 појединачних чланова који плаћају годишњу чланарину и имају приступ на тржиште. Чланови могу бити брокери, који тргују у своје име а за туђи рачун, и дилери, који тргују у своје име и за свој рачун.

¹ О организацији ових борзи видети: Вилим Горенц, *Организација бурзе*, Финансијска пракса бр. 8-10, 1989.год., с. 426.

1.2. ЛОНДОНСКА БЕРЗА

Према обиму пословања Лондонска берза је трећа на свету иза Њујоршке берзе и јапанских берзи. Сматра се да су први берзански послови у Лондону обављени већ у другој половини 17. века, али су већи значај за привредни живот добили много касније.

Краљеви и владе су, кроз историју, налазили начине за финансирање све већих државних расхода. Прве хартије од вредности у берзанском промету биле су зато обвезнице државних зајмова. Први формални споразум је закључен 1694. г. када је британска влада позајмила 1.200.000 фунти ради финансирања рата против Француске, под условом да Bank of England добије право да емитује хартије у вредности тог капитала. Осам година касније, основана је Берза и на своју прву листу хартија од вредности уврстила је и државне обвезнице. Тако је Bank of England постала владин агент при добијању кредитса, а Берза место за куповину и продају хартија од вредности.

Стварање организоване берзе покренуло је 150 мешетара 1773. г. оснивањем клуба у кафани "Johnatan". Те године су мешетари добили свој први дом и тада је по први пут уведен назив Stock Exchange.

Лондонска берза данас има око 2.500 чланова, од чега су 1.250 агенти (брокери или посредници) и 1.250 самостални шпекуланти (цобери или дилери).

Лондонска берза је раније била приватно предузеће са неограниченом одговорношћу, чије су акције доносиле знатне дивиденде. Након Другог светског рата, смањен је укупни номинални капитал Берзе, а новоиздате акције својим власницима дају само право гласа, али не доносе никакве дивиденде. Потребна средства Берза је прибављала издавањем обвезница. Тиме је Лондонска берза добила карактер јавне установе, иако је правно, као и раније, приватно предузеће. Године 1973. берзе Велике Британије и Ирске постале су једна организација под називом "Берза" (The Stock Exchange). Основна карактеристика ове Берзе је развијено тржишта државних обвезница, које чине 30% номиналне вредности свих берзанских хартија и око 50% укупне тржишне вредности берзанских трансакција.

Назив Берзе је промењен у "The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland", и сада је то једна од берзи на којој се тргује са највише иностраних хартија од вредности. Поред International Stock Exchange организовано је и ванберзанско тржиште "Unlisted Securities Market" (USM) на коме се тргује хартијама од вредности мањих предузећа, чије хартије нису добиле одобрење да се њима тргује на International Stock Exchange.

1.3. ТОКИЈСКА БЕРЗА

Берза хартија од вредности појавила се у Јапану оснивањем Tokyo Stock Exchange Co 1878. г. Берза је основана као акционарско друштво са циљем да остварује добит. За време Другог светског рата основана је уместо Tokyo Stock Exchange, Japan Securities Exchange као полудржавна организација. Након рата Берза је распуштена и Јапан је остао без организованог тржишта хартија од вредности. Временом се појавило неслужбено тржиште (over-the-counter market). Године 1949. отворене су берзе у Токију, Осаки и Нагоји, а затим и берзе у још пет градова. Формирање јапанских берзи у великој мери је било по угледу на америчке берзе. Оне су организоване по систему

чланства са циљем успостављања тржишта хартија од вредности, које се руководи начелима правде и равноправности и води рачуна о јавном интересу као и заштити инвеститора.

По значају и обimu пословања Токијска берза је друга на свету, иза Њујоршке берзе. Чланови ове Берзе могу бити само корпорације, а не и поједици. Токијска берза дугорочних хартија од вредности са 1.136 чланова спада у ред млађих берзи овог типа. Она се налази под управом Министарства финансија. Поред обvezница општина, јавних корпорација, банака и индустриских предузећа, са којима се и раније трговало на овој Берзи, државне обvezнице починују да се котирају тек 1966. године.²

2. ОРГАНИЗАЦИЈА БЕРЗЕ

Савремене светске берзе су међусобно сличне или идентичне на подручју организације, као и методологије рада и пословања. У овом делу указујемо на основе функционисања данашњих берзи, са посебним освртом на америчке берзе које имају примат у овој области пословања.³

2.1. ЧЛНОВИ БЕРЗЕ

Послове на берзи могу обављати само чланови берзе. На већини светских берзи послове склапају берзански посредници, мешетари (енг. брокери, нем. маклери или сензали, франц. куртиери). На Лондонској берзи и на америчким берзама послове не склапају непосредно брокери, већ се они обраћају берзанским трговцима који се у Америци називају дилери или специјалисти, у Лондону jobber-и, и они међусобно тругују.

Питање чланства на берзи и обављање берзанских послова различито је решено по државама. У неким државама то могу бити само банке, али и оне не могу куповати односно продавати хартије од вредности директно него путем берзанских мешетара, као што је случај у Немачкој. У другим земљама то могу бити и предузећа са одређеним минималним капиталом (Швајцарска), али и поједини трговци (САД).

У већини земаља број чланова берзе је ограничен. Особе које су овлашћене да се баве берзанским пословима морају испуњавати строге услове прописане законима и правилима берзе. Свака берза прописује услове које је потребно испунити да би се добио статус члана берзе. Ти услови нису стандардизовани, али се могу навести они који се јављају готово код свих берзи, а то су:

- поседовање потврде о положеном стручном испиту, као гаранција одређене стручности,
- поседовање места на берзи, које се плаћа по одређеној ценi и
- да лице, које жељи да ради на тим пословима, није осуђивано.

² О функционисању неких других светских берзи видети: Маријан Ханжековић, *Вриједносни папири и њихово тржиште*, Институт за јавне финансије, Загреб, 1990. г.

³ Детаљније о пословању Лондонске берзе видети: Colin Chapman, *How the Stock Markets Work*, Century Business, London, 1992.

Учесници на берзи су дакле, професионална лица која се баве трговином берзанских артикала. То могу бити само она лица која имају дозволу од стране надлежног берзанског органа. За берзанске посреднике је карактеристично да не морају имати у својини велики капитал, а упркос томе посредују у трансакцијама велике вредности.

Задатак посредника у САД обавља мрежа брокера и дилера. Они обављају сличан посао и зато се понекад користи израз брокер-дилер, а често само назив брокер означава делатност и једног и другог. Ипак, између њих постоји једна суштинска разлика. **Дилер** може куповати и продавати на свој ризик и за свој рачун, покривајући трошкове које има, а при том може остварити добит из разлике између продајне и куповне цене. С друге стране, задатак **брокера** је да олакша куповину и продају за друге дакле, само посредује, а не ради за свој рачун. За обављени посао добија одређену провизију.

Само мали број посредника ради искључиво као брокер, односно као дилер, већина обавља обе делатности. Једна фирма за посредовање обично је регистрована и за брокерске и за дилерске послове, али не сме да их обавља истовремено. То се регулише на тај начин што се у налогу за куповину или продају увек мора нагласити да ли фирма то чини у једном или другом својству.

Једна четвртина свих регистрованих посредника у САД има седиште у Њујорку, што указује на значај овог финансијског центра. Због тога је и ово излагање о берзанским посредницима учињено, пре свега, на примеру Њујоршке берзе. Најважнију улогу на овој берзи имају тзв. специјалисти. Сваки специјалиста је задужен за одређени тржишни материјал односно, конкретну хартију од вредности. Његов први задатак је да контролише да ли трговина берзанских хартија, за које је задужен, противче у складу са прописима. Он купује и продаје по упутствима брокера, за њихов рачун, а по потреби купује и продаје и за свој рачун, ради одржавања стабилности тржишта.

9

Специјалисти, као чланови берзе, задужени су да обезбеде регуларност берзанских трансакција и да одржавају континуитет трговања са што мањим флуктуацијама курса. У свом пословању не смеју нарушити принцип формирања цена на основу реалног односа понуде и тражње..

Сваки члан берзе има своје "седиште" на берзи и трује са осталим члановима берзе. То практично значи да сви остали учесници, који нису чланови берзе, морају пословати искључиво посредством чланова. Број "седишта" на берзи је ограничен. Чланство се може купити и продати, а сваки такав трансфер мора бити одобрен од управе берзе. Цене "седишта" варирају у зависности од тренутног стања понуде и тражње.

Поред овлашћених посредника, на берзи се могу појавити и други посредници који не поседују овлашћење за трговину, новинари и посетиоци.

2.2. ОРГАНИ БЕРЗЕ

Начин избора и рада органа управљања и руковођења на берзи условљен је типом и организационим обликом конкретне берзе. И поред специфичности сваке берзе, обично се као њени органи јављају: скупштина, управни одбор и председник односно директор.

Управа Њујоршке берзе налази се у рукама Одбора гувернера који се састоји од 33 члана. Овај Одбор бира Председника који је по службеној дужности члан Одбора. Поред њега постоји 5 потпредседника и штаб службеника.

За обављање истраживачких, котацијских, послова одржавања и других послова Њујоршка берза има 3 посебне организације:

- Берзанско обрачунско место (Stock Clearing Corporation). Преко те организације чланови Берзе обрачунају дневни промет хартија од вредности.
- Њујоршка компанија за котацију (New York Quotation Company), чији је задатак да објављује курс хартија од вредности.
- Компанија за одржавање зграде (New York Stock Exchange Building Company).

Управни апарат Њујоршке берзе има 4 одељења:

- Одељење за котирање хартија од вредности (Department of Stock List), које претходно испитује молбе за дозволу трговања на Берзи пре него што молбу проследи Одбору гувернера.
- Одељење за чланове - предузећа (Department of Member - Firms), које врши контролу над пословањем и финансијском стабилношћу чланова Берзе.
- Одељење за везу са јавношћу (Department of Public Relations), првобитно је било намењено само за односе са међународном клијентелом али данас се његов рад односи на целокупну јавност.
- Одељење за поступак на паркету (Department of Flor Procedure), контролише поштовање правила за пословање на паркету. Овом Одељењу брокери подносе берзански извештај о свим трансакцијама тако да оно може у свако доба имати преглед извршених купопродаја.

Као и друге берзе, и Њујоршка берза има арбитражу (Board of Arbitration), која решава спорове настале између њених чланова и нечланова. Арбитражу бира Одбор гувернера, а њене одлуке имају снагу закона.

Пословање на Њујоршкој берзи обавља се под строгом контролом Комисије за хартије од вредности (Securities and Exchange Commission - SEC). Ова комисија има 5 чланова које на предлог Сената именује председник САД на период од 3 године. Задатак SEC-а је да онемогући трговање лажним и недовољно сигурним хартијама од вредности и да спречи претеране шпекулације на берзи. Све хартије од вредности морају бити регистроване код ове Комисије, било да се њима тргује на службеним берзама или на ненеслужбеном тржишту.

3. ТЕХНИКА БЕРЗАНСКОГ ПОСЛОВАЊА

Берзанско пословање обухвата тржишне операције са хартијама од вредности, односно њихову организовану купопродају. Све берзе послују преко берзанских састанака. Они се, по правилу, одржавају сваког радног дана, и то обично око подне. Време до одржавања берзанског састанка оставља се члановима и берзанским посредницима да среде налоге за куповину и продају које су добили од својих комитета, а који стигну до одржавања састанка. Берзе се издржавају од члана и такси које се плаћају приликом закључења берзанских послова. Начин обављања послова, као и износ такси, прописани су правилима берзе.

Раније су посредници свакодневно одлазили на београдске састанке са налозима својих комитетена за куповину односно продају. У данашњим условима београдске куповине и продаје могу се обављати електронским путем, без физичког присуства члана београдске на београдском састанку.

За одржавање састанака, београдске данас имају посебне дворане које се деле на паркет и кулисе. Паркет се налази у средини дворане, ограђен је и обично има облик елипсе, а остали део дворане назива се кулиса. На паркету се обављају послови посредовања код закључења београдских трансакција, преко овлашћених београдских посредника. Кулиса је онај део дворане где се сакупљају београдски посредници и шпекуланти који не желе да плаћају провизију регуларним београдама. На предратним београдама у Београду и Загребу није прављена ова разлика. На многим светским београдама паркет, као и кулисе, опремљени су модерним информационим системима где се тренутно прате догађања на различитим београдима. Како се на београдама остварују трансакције великог обима, овакав начин пословања захтева велику брзину реаговања, као и праћење дневних и тренутних београдских извештаја, с обзиром да се данас на промилима постижу велике зараде.

3.1. РЕГИСТРАЦИЈА И ПЛАСМАН БЕОГРАДСКИХ ХАРТИЈА

На београдима се може трговати само оним хартијама од вредности које су добиле сагласност за котацију од саме београде. Ту сагласност даје посебна комисија која је званични орган сваке београде, чији је најчешћи назив "Комисија за регистрацију емисије и дозволу пласмана на београдима хартија од вредности".

Прописима београде регулише се питање котирања хартија од вредности. Разлог томе је што је пре доношења таквих прописа долазило до превара, тако да су продаване и акције непостојећих рудника или обвезнице презадужених предузета. Посебно је на београдима поштрена контрола над пословањем хартијама од вредности након београдског слома 1929. године.

Основни задатак поменуте београдске комисије је да изврши регистрацију емисије, а затим изда дозволу да се хартијама од вредности те емисије може трговати на београдима. Први задатак комисије, који се односи на регистрацију хартија од вредности, београдска комисија врши само у оним земљама у којима не постоји државна комисија за регистрацију емисије.

Трговина са хартијама од вредности које имају дозволу за котацију на београдима, представља званични београдски промет који се увек реализује у оквиру београдског пулта, односно на београдском паркету. Трговина са хартијама од вредности које немају дозволу за котацију на београдима остварује се ван београдског пулта, због чега се и назива ванбенграђска или незванична трговина. Ова ванбенграђска трговина, упркос називу, може се одвијати и у оквиру београда, али и ван оквира службеног дела београда, односно ван паркета. Зато ова трговина хартијама од вредности има назив трговина на кулиси београда или у београдским ходницима, холовима или у другим неслужбеним просторијама. Ова незванична тржишта за тзв. другокласне хартије од вредности су верни пратилац званичних београда. Заједно са другим небенграђским тржиштима, као што су мјеђубанкарско, слободно и црно, ово тржиште представља значајан део укупног промета на тржишту капитала.

Регистрација хартија од вредности и добијање дозволе за котацију тих хартија на београдима представља унапред утврђен поступак од стране сваке београде. Тај поступак има за циљ

да инвеститоре заштити од лажних информација, заблуда и превара које може учинити емитент при емисији хартија од вредности.

Емисија и котација државних хартија од вредности могућа је и без добијања посебне дозволе од стране берзанске комисије.

У Америци је за време Roosevelt-ове администрације 1934. г. донесен Закон о оснивању Securities and Exchange Commission. Тим Законом прописани су услови које нека хартија од вредности мора испунити да би се њоме могло пословати на америчким берзама. Предузеће које жељи да добије дозволу за пласман својих вредносних хартија мора да испуни следеће услове: а) мора дати кратак опис свог пословања, датум оснивања, чисту добит за последњих 10 година, навести берзе на којима је акција већ котирана, највиши и најнижи курс као и обим трговања акцијом; б) мора поднети последњи завршни рачун као и годишње извештаје о пословању за последњих 5 година; ц) мора дати списак распореда акција по власницима.

На берзама се, дакле, тргује хартијама од вредности само одређених компанија. Споменуте услове обично могу да испуње само успешне компаније, што обезбеђује одређени степен стабилности берзе.

3.2. КОТАЦИЈА И НАЧИН ФОРМИРАЊА КУРСА

Након извршене регистрације и издате дозволе за продају, приступа се тзв. увођењу хартија од вредности на берзу. Увођење обухвата берзанске послове који се односе на утврђивање берзанског курса, реализацију купопродајних налога у оквиру службене берзе и објављивање берзанског курса.

Утврђивање берзанског курса, код првог пласмана хартија од вредности, врши се на бази процене понуде и тражње, док се утврђивање курса код друге и сваке даље продаје врши на бази ефективне понуде и тражње на берзи. Берзански курс хартија од вредности утиче и на ванберзански промет, где берзански курс служи као један од основних индикатора ванберзанске котације. Осим тога, берзански курс служи као основ ревалоризације имовине и обавеза привредних субјеката.

Формирање и начин исказивања курса на берзи може бити различит. Међутим, и поред тих разлика, потребно је истаћи да се у свим земљама под начином утврђивања курса подразумева примена унапред одређене методологије којом се дефинише и званично утврђује курс хартија од вредности које су предмет трговине на конкретној берзи.

Основ за утврђивање курса је берзанска евиденција, која садржи све налоге за куповину или продају пријављене од стране берзанских учесника односно, у којој је евидентирана укупна понуда и тражња за сваком појединачном хартијом од вредности. На бази овакве евиденције, одговорно лице на берзи утврђује котациони курс. Основни циљ који се жељи постићи утврђивањем курса је да се том ценом оствари највећи могући промет одређене хартије од вредности.

Реализација купопродајних налога. Као што смо већ рекли, берзанске послове склапају искључиво чланови берзе преко својих посредника, који за своје комитенте нуде и траже хартије од вредности. Место где се тргује хартијама од вредности назива се trading post. На сваком trading post-у тргује се одређеним бројем ефеката. Изнад сваког од њих постоји електронски уређај (ticker) који показује количину и цену продатих хартија од вредности.

Након завршеног саветовања са својим посредницима, купац односно, продавац хартија од вредности, доноси одлуку о својој тржишној операцији на берзи. Након тога он даје налог свом берзанском посреднику, и ово се сматра почетком технолошког процеса трговине на берзи.

Када инвеститор да налог за куповину или продају хартија од вредности свом посреднику, са одређеним упутствима о цени и броју берзанских хартија са којима жели да тргује, овај га прослеђује лицу које ради на берзи односно, специјалисти за одређене хартије од вредности, које је инвеститор жели да купи. Специјалиста држи хартије од вредности као комисионар или као заступник, а чест је случај да и он сам поседује један број ових хартија. Ако у одређеном тренутку нико други не нуди ове берзанске хартије на продају, он ће их продати из свог портфельа. Код специјалисте се сливају налогози за продају одређених берзанских хартија, под одређеним условима, а на другој страни, код њега се сливају и сви дневни захтеви за куповином тих хартија преко овлашћених посредника. Специјалиста тада поступа као аукционар. Он покушава да одреди цену берзанских хартија која ће у том тренутку да изједначи понуду и тражњу. Овај процес одређивања цена назива се аукција. Како се током радног дана сливају различити налогози тако специјалиста мења њихову цену.

Куповина и продаја хартија од вредности на берзи обавља се, дакле, по систему лицитације односно аукције. Највиша цена по којој је купац спреман да купи берзанске хартије у предности је над низним ценама. У тренутку када цена постане прихватљива за оба учесника у трансакцији, склапа се посао, берзански посредници обављају купопродају.

Посредници на берзи за своје услуге добијају провизију, која је тачно одређена ценовником и састоји се од фиксног и варијабилног дела. Фиксни део се зарачунава за сваку појединачну операцију, а варијабилни део се рачуна као проценат од вредности трансакције и опада са порастом те вредности.

9

Објављивање берзанског курса. Сви подаци о обављеној трансакцији улазе у електронски уређај изнад trading post-а и постају, захваљујући развијеним комуникацијама, доступни свим већим посредничким фирмама. Посебно се региструју постигнуте цене хартија од вредности на крају радног дана. Водећи дневни листови објављују извештаје о обиму трансакција и тренутним тржишним ценама најзначајнијих хартија од вредности.

Погледајмо како тече куповина акција на једноставном примеру. Појимо од претпоставке да инвеститор "А" жели да купи 100 акција компаније "Б". Он позива свог локалног брокера и распитује се за цену те акције. Брокер путем компјутерског система сазнаје да је продајна цена за једну акцију 50\$, а куповна 50-1/4\$ и то саопштава инвеститору. Овај се одлучује за куповину и даје налог брокеру. Брокер код себе уписује налог и компјутерским системом преноси инструкцију и даје налог свом партнери на берзи, да изврши куповину 100 акција компаније "Б". Овај одлази до једног од "седишта" где се тргује тим акцијама и пита специјалисту за цену. Специјалиста потврђује да је продајна цена 50\$ а куповна 50-1/4\$. Посредник на берзи се увек труди да постигне нешто бољу цену и каже: "Купујем 100 по 50-1/8\$". Специјалиста се рецимо сложи са ценом и гласно викне: "Продао 100 по 50-1/8\$". У том моменту они су се сложили око цене и трансакција је извршена. Обе стране свој вербални споразум парафирају у својој евиденцији, а агент телефоном јавља брокеру, који му је дао налог, да је овај извршен. У међувремену службеник берзе, који се налази поред сваког "седишта", посебном електронском справом уписује на специјалној картици назив акција, њихове серијске бројеве и постигнуту цену и затим картицу убацује у оптички

читач који је повезан у компјутерски систем. Уписани подаци се одмах шаљу на разлиčите пунктове широм земље и света.

Пошто је трансакција обављена, инвеститор има одређени рок да плати акције које је купио. Инвеститор, такође, плаћа провизију свом брокеру, а овај плаћа остале учеснике у ланцу. Ово плаћање се обично не врши после сваке појединачне трансакције, већ сви учесници имају отворене рачуне који се поравњавају једном у две недеље. С обзиром да се врше електронским путем, трансакције су врло брзе, а како се нотирају на вишем страна, могућност грешака је врло мала.⁴

Приликом куповине и продаје клијенти могу користити посебне тзв. лимитиране налоге. У том случају, клијент одређује најнижу цену по којој је спреман продати, односно највишу цену по којој је спреман да купи одређену хартију од вредности. Напози мирују док је цена ниже односно, виша од оне коју је клијент одредио. Клијент може користити и стоп налоге у циљу заштите код наглог пада цене.

На берзи се тргује одређеном количином хартија од вредности која се назива лот. Најчешћа јединица којом се тргује на берзи је round lot, која садржи сто акција. Наравно, постоји могућност куповине мањег броја акција тзв. odd lot. У том случају се клијент обраћа посебним odd-lot посредницима специјализованим за ову врсту трансакција. Они преузимају налоге који гласе на неколико комада хартија од вредности од једног купца и чекају да се јаве и други купци те исте хартије, све док не саставе пуни лот и тек онда одлазе на берзу.⁵

3.3. БЕРЗАНСКИ ПОСЛОВИ

Берзански послови се могу склапати за готово (cash), промптно или термински. Код послова за готово обрачун и испорука обављају се истог дана, код промптних послова за неколико дана, а код терминских послова извршење се обавља за више дана или неколико месеци. Послови који се склапају за готово представљају најједноставније и најсигурније берзанске послове. С обзиром на то да се промптни послови извршавају за свега неколико дана након закључења, то и они спадају у ред сигурних послова, код којих нису могуће шпекулације.

Код терминских или рочних послова постоји одређени протек времена између дана закључења и дана извршења купопродаје. Рокови извршења ових послова крећу се обично између 15 и 30 дана по закључењу посла. Међутим, код неких послова тај период може бити и дужи два, три или чак шест месеци. У том периоду купац очекује да ће цена хартија од вредности порasti или барем остати иста. Купац дакле, шпекулира на пораст курса. За разлику од њега, продавац жели избећи губитке који би настали падом цена па шпекулира на пад курса.

У зависности од тога да ли се термински послови обављају уз очекивање пораста или пада курса, можемо говорити о две врсте купаца. Купци који очекују пораст курса називају се hausse-истима (енг. bulls - бикови), а они који очекују пад курса називају се baisse-истима (енг. bears - медведи).

⁴ Нешто више о овоме видети: Стојан Дабић, Хартије од вредности и њихово тржиште, Научна књига, Београд, 1990., с. 55.

⁵ Видети: Стојан Дабић, Берзе и њихово пословање, Правни живот бр. 1-2, 1992.

Бесиста продаје у оквиру тачно утврђеног термина или одређеног дана унутар тог термина неку хартију од вредности, коју још уопште не поседује, и нада се да ће кратко пре дана извршења набавити хартију по курсу који је испод курса закључнице, односно испод курса утврђеног у купопродајном уговору.⁶

Хосиста купује хартију од вредности на одређени термин или на један будући дан унутар тог термина и нада се да ће ту хартију на дан извршења продати повољније неко што је купио по курсу уписаном у купопродајном уговору.⁶

Термински послови могу бити обични послови, који се закључују у одређеном року без икаквих услова, и условни термински послови, чији сам назив означава да се склапају уз одређени услов. Код тих послова, купац или продавац који шпекулирају на пораст или пад курса, плаћају извесну премију да би задржали право да одустану од посла или да промене договор у датом моменту, у случају да се у одређеном року не остваре њихова очекивања.⁷

Експанзија терминских берзанских послова, за последњих дводесетак година, имала је за последицу и развој нових форми тих послова, пре свега разних облика фјучерса и опција⁸. Упоредо са тим, појавило се низ нових специјализованих терминских берзи.

Имајући у виду поменуте врсте берзанских послова, многи су склони констатацији да су берзе шпекултивне организације. Међутим, учешће шпекулација у берзанском пословању није доминантно, то није сврха овог пословања. Напротив, главно деловање берзе је стабилизација привредне активности. Оне регулишу тржишне токове и показују мање више реалну вредност хартија од вредности, односно предузећа која су те хартије емитовала.

9

3.4. СИСТЕМ ИНДЕКСА И ПОКАЗАТЕЉА БЕРЗАНСКОГ КУРСА

Објављивање курсева остварењих на берзи има вишеструку важност. Курсеви служе не само за обавештавање потенцијалних купаца и продаваца о цени берзанских артикала са којима намеравају да тргују, њихово кретање је и показатељ стања и промена у привреди.

Како средство за исказивање тржишне цене хартија од вредности, и њихово кретање у дужем временском периоду, користе се берзански индекси и показатељи. Њихова основна функција је да квантитативно исказују, односно мере флукутације на берзи.

У америчком систему индекса најпознатији је *Dow-Jones Averages*, који се састоји од низа показатеља базираних на просечним вредностима акција одабраних компанија и исказују дневно одступање од базичног периода. Публикује се сваког дана у листу *Wall Street Journal*.

За *Dow-Jones* индекс се каже да је то најпознатији беузански и економски барометар. Раст овог индекса значи да је у току период просперитета, а његов пад најављује беузанске поремећаје и долазак рецесије. Овај индекс представља збир цена акција

⁶ Видети детаљније о овоме: Живота Ристић, *Тржиште капитала*, Привредни преглед, Београд, 1990., с. 204.

⁷ Видети: Brian J. Millard, *Stock and Shares*, John Wiley & Sons, London, 1993., с. 38-189.

⁸ О опцијама и фјучесима видети: Colin Chapman, *How the Stock Markets Work*, Century Business, London, 1992., с. 81-84.

тридесет репрезентативних компанија у САД. Назив Dow-Jones потиче од имена двојице новинара Charles Henry Dow и Edward Jones, који су се бавили прикупљањем информација о пословању берзе.⁹

Други најпознатији систем индекса је онај који публикује компанија *Standard and Poor*. Данас је најпознатији S and P 500 Stock Composite, индекс који се састоји од појдерисане вредности акција 500 најпознатијих компанија, подељених у посебне групе и категорије, тако да представљају репрезентативни узорак целокупне националне привреде САД. Поред тога, Standard and Poor публикује и посебне индексе који се односе на акције банака, осигуравајућих компанија, инвестиционих фондова и других емитената. Такође су познати и њихови индекси који се односе на тржиште обvezница, као и систем исказивања рејтинга хартија од вредности са фиксним приносом.¹⁰

Остали познати индекси су они које публикује Moody's Investor Services, Value Line Investment Survey, као и саме берзе.¹¹

И у Великој Британији постоје спични системи индекса којима се исказује кретање тржишних цена акција. Најпознатији су они који се публикују у новинама Financial Times. Многи дневни листови садрже детаљне податке о ценама акција и пружају инвеститорима велики број информација о могућностима за пласирање капитала. Ни једне новине, мештутим, не дају податке о свим акцијама које се продају на берзи.

Како је временом усавршаван систем индекса и показатеља, тако је и њихов значај бивао све већи. Такође су утврђивани и односи између кретања цена акција и основних економских показатеља, као што су кретање друштвеног производа, националног дохотка, запослености, профита и тако даље.

Анализама у дугим временским серијама, утврђен је висок степен зависности између кретања цена акција и многих макроекономских показатеља. Тако је амерички Национални биро за економска истраживања уврстио цену акција међу 12 водећих индикатора националне привреде, који служе америчкој администрацији као параметри за формулисање мера текуће економске политике.

⁹ Један пример из Wall Street Journal-a видети: М. Лабус Д. Шошкић, Основи политичке економије, Номос, Београд, 1992., с. 409.

¹⁰ Детаљније о рангирању хартија од вредности видети: James C. Van Horne, *Financial Market Rates and Flows*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1990., с. 328.

¹¹ Видети: Charles P.Jones, *Investments: Analysis and Management*, John Wiley & Sons Inc., New York, 1994., с. 170-175.