Stranica 1 od 16

PRAVNI FAKULTET

FINANSIJE I FINANSIJSKO PRAVO

Prof.dr Halil Kalač

Finansijski sistem i finansijsko tržište

Finansijski sistem

Glavna funkcija finansijskih tržišta ( tržišta obveznica i akcija) je spajanje ljudi koji imaju višak novca i žele

da ga oplode u poslovima sa ljudima koji znaju da ga produktivno ulože.

Tržišta i institucije to postižu seljenjem sredstava od ljudi sa novčanim viškom ka ljudima sa novčanim

manjkom, pri tom naplaćujući svoje usluge (institucije) i kreirajući infrastrukturu, regulative i instrumente

u cilju efikasne i kvalitetne alokacije sredstava (tržišta).

Kompanija treba sredstva za marketing novog proizvoda ili lokalna vlast treba sredstva za izgradnju puta

ili škole. Ova sredstva se obezbjeđuju preko finansijskih institucija.

Finansijske institucije i finansijska tržišta koja su efikasna i dobro organizovana su nam potrebni kako bi

poboljšali naše ekonomsko blagostanje, pa su zato bitni i za ekonomsko zdravlje kako pojedinaca, tako i

nacija i cijele ekonomije.

Bili smo svjedoci raspada finansijskog sistema naše zemlje (SFRJ) pa tako i vrlo dobro znamo šta znači kada

on ne funkcioniše onako kako bi trebao. Tada se u principu raspada i čitava ekonomija jedne zemlje.

Da bi istražili uticaj finansijskih tržišta i posrednika na ekonomiju, moramo prvo razumjeti opštu strukturu

finansijskog sistema i način njegovog funkcionisanja.

Elementi finansijskog sistema

• Finansijsko tržište

• Finansijske institucije

• Finansijski instrumenti

Stranica 2 od 16

Zašto proučavati finansijska tržišta?

Pretpostavite da na vijestima ili u novinama saznate kako je tržište obveznica postalo trenutni hit za

ulaganje, što kod nas zaista nije.

Šta bi ta informacija vama mogla da znači. Da li to znači da će kamatne stope pasti pa će pozajmice i krediti

biti jeftiniji.

Da li će te tada lakše i jeftinije moći da dođete do sredstva potrebnih za finansiranje nekog poslovnog

poduhvata? Ili to možda znači da će se ekonomija oporaviti u budućnosti pa je sada pravo vrijeme za

investicije?

Za koji vid finansiranja bi ste se vi odlučili na osnovu ove informacije:

finansiranje putem emisije obveznica (HVO) ili

- putem uzimanja kredita ?

Proučavanje načina funkcionisanja finansijskih tržišta i finansijskih institucija nam daje mogućnost da se

upoznamo i znamo odgovore na ova pitanja.

Finansijske institucije i tržišta ne utiču samo na svakodnevni život već i na države i svijet u cjelini.

Ona okreću stotine milijardi dolara i tako utiču na novčane tokove svjetske ekonomije.

Zahvaljujući alokaciji i plasmanu novca ona povratno utiču na proizvodnju, dobit iz poslovanja i ekonomsko

blagostanje država.

Iz tog razloga ona su i pitanje od velikog političkog značaja.

Svaka država koja teži da se ravnopravno uključi u svjetske tokove teži da ova tržišta što više razvije jer

ona su ta koja su direktno odgovorna za investiranje u dugoročni rast i razvoj privrednog sistema.

Finansijska tržišta

Finansijska tržišta su mjesta fizička ili virtuelna, na kojima se finansijska sredstva prenose od ljudi koji imaju

višak raspoloživih sredstava, ljudima koji imaju manjak sredstava.

Finansijska tržišta obveznica i akcija su bitna kod usmjeravanja finansijskih sredstava od onih koji ne znaju

produktivno da ih uposle ka onima koji to znaju, što dovodi do veće ekonomske efikasnosti.

Aktivnosti na ovim tržištima takođe imaju direktan učinak na bogatstvo pojedinaca, preduzeća i ponašanje

potrošača kao i na ukupan rezultat cijele privrede.

1. Tržišta duga i kamatne stope

Hartije od vrednosti ili finansijski instrument predstavljaju potraživanje prema izdavateljevom budućem

dohotku ili prema njegovoj imovini. Obveznica je dužničko vrijednosni papir koji predstavlja obećanje

redovne isplate tokom unapred određenog vremenskog razdoblja. Tržišta obveznica često nazivano

dužničko tržište je od posebne važnosti za odvijanje ekonomskih aktivnosti jer omogućava finansiranje

aktivnosti kompanija I nacionalnih vlada. Upravo se na ovim tržištima određuju kamatne stope.

Kamatna stopa predstavlja trošak posuđivanja ili cijenu koju plaćamo za pozajmljena finansijskih

sredstava i izražava se kao procenat od ukupnog zajma. Postoje razne kamatne stope: na hipotekarne

kredite, keš kredite, za automobile, za različite vrste obveznica. Kamatne stope su važne u nekoliko

različitih konteksta. U ličnom kontekstu visoke kamatne stope nas mogu odvratiti od kupovine stana, ili

nečeg drugog jer će nam cijena novca biti skupa. Iste te visoke kamatne stope u slučaju da novac ne želimo

da trošimo već da štedimo mogu nas podstaknuti na štednju. Znači efekti povećanih kamatnih stopa su

različiti u zavisnosti od onoga što sa novcem želimo da činimo. Posmatrano na višem nivou, iz perspektive

države kamatne stope utiču na ukupno zdravlje privrede jer pored toga što utiču na spremnost za

potrošnju ili štednju potrošača, utiču i na investicione odluke preduzeća. Visoke kamatne stope mogu

demotivisati preduzeće u njegovoj namjeri da izgradi neki novi pogon koji bi takođe otvorio neka nova

radna mesta.

Stranica 3 od 16

I kao što vidite sve je povezano jedno sa drugim. Visina kamatnih stopa posebno je bitna za finansijske

institucije jer porast kamatnih stopa povećava trošak pribavljanja sredstava. Ali istovremeno porast

kamatnih stopa povećava dohodak od imovine koji finansijske institucije stiču putem odobravanja

zajmova. Prema tome promjene kamatnih stopa utiču na cijene hartija od vrednosti poput obveznica ili

akcija koje se nalaze u portfeljima finansijskih institucija pa tako direktno utiču i na profitabilnost i

vrijednost finansijskih institucija. Tokom zadnjih 30 godina zabeležene su ogromne fluktacije kamatnih

stopa na svetskom finansijskom tržištu i zbog velikog uticaja promjena ovih stopa na pojedince, privredu

i društvo u cjelini, veoma je bitno shvatiti razloge ovog trenda.

Na primjer kamatna stopa na dugoročne državne obveznice riznice SAD je 1963 iznosila 5% zatim je 1981

narasla na čitavih 15% da bi krajem 2001 došla na 5,5%. Međutim u periodu od 1936 do 1966 kretanje

kamatne stope je bilo između 2% i 5%. Kamatne stope na različite vrste obveznica se mogu značajno

razlikovati.

2. Tržište akcija

Akcija je hartija od vrednosti koja predstavlja vlasnički udio u preduzeću. Ona praktično predstavlja

potraživanje prema zaradama i imovini preduzeća. Jedan od načina prikupljanja sredstava finansiranja

preduzeća je javna emisija i prodaja njegovih akcija. Tržište akcija na kojem se trguje potraživanjima prema

zaradama korporacija( akcijskim udjelima) je najpomnije praćeno finansijsko tržište u manje više svim

državama svijeta koje su ga razvile. Ono se često naziva Berza.

I sami ste više puta kao glavnu vest na OBN ili TV1 čuli o velikoj promjeni cijena akcija na berzi? Između

ostalog to je mesto na kom se može brzo obogatiti uz uslov da imate ili sreće ili znanja.

U suprotnom brzo možete i bankrotirati.

Cijene akcija su vrlo hirovite. Tokom 50-tih godina su beležile konstantan rast, vrhunac su dosegle 1966,

zatim su fluktuirale gore dole do 1973., kada su dostigle nagli pad. Tokom 1980 došlo je do ponovnog i

velikog oporavka kada je i započeo berzanski uspon koji je zabeležio svoj vrhunac 1987 kada je industrijski

prosek Dow Jones iznosio 2772 boda. Iste te godine 19 oktobra berza je doživela „Crni ponedeljak „ kada

je došlo do najvećeg pada indeksa u jednom danu tokom cijele istorije berze, gde se indeks spusti za više

od 500 bodova ili 22%. Tokom 1998 krenuo je oporavak tržišta i indeks se popeo na 10.000 bodova i

nastavio fluktuirati na tom nivou sve do 2001. A onda napad na svjetski trgovinski centar dovodi opet do

naglog obaranja cijena akcija uvodeći novi period nestabilnosti tržišta koje se krenulo oporavljati tek 2004.

Jasno je da ovakve fluktacije akcija direktno utiču na bogatstvo ljudi i na njihovu sklonost potrošnji

3. Devizno tržište

Da bi se finansijska sredstva selila iz jedne zemlje u drugu prethodno se moraju prevesti iz valute zemlje

iz koje potiču u valutu zemlje u koje idu – odredišta. Konverzija ovih sredstava se događa na deviznom

tržištu. Na deviznom tržištu se određuje i devizni kurs koji predstavlja cijenu valute jedne zemlje izraženu

u jedinici valute druge zemlje. Promjena kursa ima direktan uticaj na potrošače jer utiče na trošak uvoznih

dolara.

Godine 1985, kada je britanska funta koštala oko 1,30 dolara, britanska roba vredna 100 funti u Americi

je koštala 130 dolara. Kada je dolar 1997. povećao cijenu funte na 1,60 dolara ista roba u Americi, vredna

100 funti je koštala 160 dolara. Iz ovoga možemo zaključiti da slabiji dolar poskupljuje robu iz uvoza,

putovanja u inostranstvo itd. Kada vrijednost dolara padne u odnosu na neku stranu valutu Amerikanci će

biti destimulisani da kupuju stranu robu i istovremeno povećati potrošnju domaćih proizvoda. Nasuprot

tome, jaki dolar znači da će američka izvozna roba koštati više u inostranstvu pa će je stranci manje

kupovati. Kao što vidimo preko kursnih razlika se direktno može uticati na stimulisanje izvoza ili uvoza.

Jak dolar koristi američkim potrošačima jer pojeftinjuje uvoznu robu, ali šteti američkoj privredi

smanjujući potrošnju domaćih proizvoda, smanjujući izvoz jer je roba strancima skuplja, što sve utiče na

Stranica 4 od 16

smanjenje privrednih aktivnosti te time i radnih mesta. Padom dolara američki proizvođači postaju

konkurentniji na stranim tržištima.

Zašto proučavati finansijske institucije?

Drugi najvažniji dio našeg predmeta jesu finansijske institucije. Finansijska tržišta funkcionišu upravo zbog

njih.Bez njih finansijska tržišta ne bi mogla prenositi sredstva od štediša do ljudi koji znaju kako bi ih

plasirali. Tako finansijske institucije imaju veliki uticaj na funkcionisanje ekonomije u celini.

1. Centralna banka i vođenje monetarne politike

Najvažnija finansijska institucija u finansijskom sistemu je centralna banka. Ona je državna institucija koja

je odgovorna za vođenje monetarne politike. Monetarna politika podrazumijeva upravljanje kamatnim

stopama i količinom novca u opticaju koji se još naziva i ponuda novca. Sa obzirom da monetarna politika

utiče na kamatne stope, inflaciju i poslovne cikluse što ima veliki uticaj na finansijska tržišta pomoću kojih

mehanizama centralna banka vodi monetarnu politiku.

2. Struktura finansijskog sistema

Finansijski sistem je dosta složen i sastoji se od različitih vrsta privatnih finansijskih institucija poput:

banaka, osiguravajućih društava, investicionih fondova, finansijskih kompanija investicionih banaka i sve

njih reguliše i nadzire vlada. Ako želite da kreditirate neku kompaniju ne ćete otići direktno predsednicima

kompanija već ćete to učiniti preko finansijskih posrednika, institucija poput komercijalnih banaka, štedno

kreditnih zadruga, štedionica, investicionih fondova.. Sve ove institucije posuđuju novac onih koji su ga

uštedeli plasirajući ga onima kojima treba za poslovne poduhvate. Treba da saznamo odgovore na pitanja

Zašto su finansijski posrednici od tako velikog značaja za efikasno funkcionisanje finansijskih tržišta?

Zašto nekima daju a nekima ne daju kredite? Zašto je to najviše i najstrože regulisan posao u cijeloj

privredi?

3. Banke i ostale finansijske institucije

Banke se još nazivaju i depozitnim finansijskim institucijama iz razloga što prihvataju depozite i daju

zajmove. Pod pojmom banke uključujemo komercijalne banke, štedno kreditne zadruge, štedionice i

kreditne zadruge. Banke su finansijski posrednici sa kojima prosečni građanin najčešće dolazi u kontakt.

Veliki broj građana u svijetu čuva veliki dio svog finansijskog bogatstva na tekućim računima banaka,

štednim računima i ostalim oblicima depozita u bankama. One su jedan od najvećih finansijskih

posrednika pa iz tog razloga zaslužuju posebnu pažnju. Zadnjih godina druge finansijske institucije su

počele da ozbiljno ugrožavaju njihov dosadašnji neprikosnoveni primat.

4. Finansijske inovacije

Danas namjesto kod bankarskog službenika za šalterom podižete novac iz bankomata, stanje na računu

možete proveriti sa kompjutera od kuće. One se bitne jer nam ukazuju kako kreativan način razmišljanja

finansijskih institucija može dovesti do povećanja dobiti. Posmatrajući zašto su neke finansijske institucije

bile kreativne u prošlosti doći ćemo do mogućnosti procjene ponavljanja te kreativnosti u budućnosti.

Ovo je bitno zato što nam ova vrsta znanja može dati korisne ključeve za pronalaženje odgovora o

mogućim promjenama finansijskog sistema u budućnosti.

Uloga finansijskih tržišta

Već smo rekli da je bitna ekonomska uloga finansijskih tržišta preusmjeravanje slobodnih sredstava od

ljudi koji su uštedeli višak novčanih sredstava trošeći manje od svog dohotka, do ljudi kojima nedostaju

novčana sredstva jer žele trošiti više od stvorenog dohotka.

Stranica 5 od 16

Oni koji štede i kreditiraju (štediše – kreditori) prikazani su na levoj strani, a oni koji moraju da pozajmljuju

novac su na desnoj strani. Glavni štediše kreditori su domaćinstva ali i preduzeća i vlada, a i strani

investitori i strane vlade nekada imaju toliko slobodnih sredstava koje ulažu u drugoj zemlji. Najznačajniji

dužnici tj potrošači finansijskih sredstava su preduzeća i država. Ali i domaćinstva pozajmljuju sredstva

zarad kupovine automobila, kuća i nameštaja. Strelice na slici pokazuju kako sredstva teku od štediša –

kreditora prema dužnicima potrošačima koristeći pri tom dva pravca.

U direktnim finansijama ( pravac u dnu slike) dužnici pozajmljuju novčana sredstva direktno od kreditora

tako što im na finansijskim tržištima prodaju hartije od vrijednosti. Hartije od vrijednosti predstavljaju

potraživanja prema dužnikovom budućem dohotku ili imovini. Hartije od vrijednosti su imovina osobe koja

ih kupi ali i obaveza tj dug za preduzeća ili preduzeće koje ih prodaje ( izdaje ili emituje). Na primjer ako

Adnan ima potrebu da pozajmi novčana sredstva da plati novi pogon za vađenje nafte, mogao bi ta

sredstva da pozajmi od štediše tako što bi mu prodao obveznicu – dužnički vrednosni papir koji predstavlja

obećanje plaćanja u redovnim vremenskim intervalima tokom unapred utvrđenog vremenskog razdoblja.

Zašto je preusmjeravanje sredstava od štediša ka potrošačima toliko bitno za ekonomiju Odgovor leži u

jednostavnoj činjenici da ljudi koji štede najčešće nisu preduzetnici tj ljudi koji znaju gde da usmjere

sredstva, koji znaju za raspoložive profitabilne mogućnosti ulaganja.

Recimo da posedujete iznos ušteđenog novca u iznosu od 1000 € ali ta sredstva nemožete da plasirate jer

finansijska tržišta ne postoje. Tako će vam ta sredstva stajati i na njima nećete zaraditi kamatu. Međutim

neko drugi zna kako da produktivno uposli taj vaš višak sredstava. Kada bi uspjeli da stupite u kontakt sa

tom osobom mogli biste joj ponuditi vaših 1000 eura uz cijenu pozajmljenih sredstava od 100 eura

godišnje. Tako bi ste oboje bili na dobitku. Ako finansijska tržišta ne bi postojala, možda nikada ne bi ste

sreli tu osobu.

Stranica 6 od 16

Bez finansijskih tržišta je vrlo komplikovano prenijeti sredstva od osobe koja ne vidi mogućnosti za

ulaganja do osobe koja ih vidiObije osobe su zatočene u status quo i objema je lošije nego kada tržišta

funkcionišu. Upravo zato su finansijska tržišta ključna za poboljšanje ekonomske efikasnosti. Isto tako

finansijska tržišta omogućavaju pojedincima da poboljšaju svoj kvalitet života. Primjer za to su slučajevi

kada mladi ljudi uzimaju stambene kredite. Da ova mogućnost ne postoji oni bi možda u dužem

vremenskom periodu uspeli da uštede dovoljno za kupovinu kuće ali tada bi već bili prestari i ne bi stigli

da u njoj uživaju.

Tako uz postojanja finansijskih tržišta ljudima je data mogućnost da dobiju novac po određenoj cijeni tj

kamati koju su spremni da plate kako bi posjedovali kuću dok su još uvek dovoljno mladi da uživaju u njoj.

Kada uštede dovoljno otplatiće zajam. Krajnji ishod je taj da su i zajmodavci i zajmoprimci na dobitku.

Zajmodavci zarađuju neku kamatu a zajmoprimci dolaze do stvari koje su im potrebne u datom vremenu.

Finansijska tržišta osim što doprinose većoj proizvodnji i efikasnosti cjelokupne ekonomije jedne zemlje

takođe direktno pomažu povećanju blagostanja potrošača, jer im omogućavaju bolje vremensko

planiranje i raspored kupovine.

Sada kada smo razumeli glavne funkcije finansijskih tržišta treba da proučimo njihovu strukturu. Slijede

opisi nekoliko načina podjele finansijskih tržišta preko kojih su oslikana njihova glavna obeležja.

Struktura finansijskih tržišta

1. Tržište duga i vlasničkog kapitala

Postoje dva načina na koje pojedinac ili preduzeće mogu na finansijskom tržištu doći do potrebnih

sredstava. Jedan od najčešćih načina je metoda izdavanja dužničkog instrumenta poput obveznice ili

hipoteke. Ovi instrumenti predstavljaju ugovornu obavezu dužnika da će imatelju instrumenta isplaćivati

Stranica 7 od 16

fiksni novčani iznos u redovnim vremenskim intervalima ( isplate kamate i glavnice)do unapred određenog

datuma(datum dosijpeća), kada se obavlja završena isplata. Dospeće dužničkog instrumenta je vreme

(rok) do dana isteka instrumenta. Kratkoročni dužnički instrument je onaj kome je dospijeće kraće od

godinu dana. Dugoročni dužnički instrument je onaj kome je dospijeće deset godina ili duže. Srednjoročni

dužnički instrument je onaj kome je rok dospijeća između jedne i deset godina.

Drugi način prikupljanja novčanih sredstava je emitovanje vlasničkog udjela, poput običnih akcija, što

predstavlja potraživanje prema udjelu u neto dohotku ( dohodak nakon podmirenja troškova i poreza) i

neto imovini preduzeća. Ako ste postali vlasnik jedne takve akcije kompanije koja je izdala milion takvih

akcija, onda imate pravo na milioniti dio neto dohotka i na isti toliki dio neto imovine kompanije. Akcije ili

instrumenti vlasničkog kapitala obično svojim vlasnicima obezbeđuju povremene isplate (dividende) i

smatraju se dugoročnim hartijama od vrednosti jer nemaju rok dospeća.

Vlasništvo nad akcijom pretpostavlja da ste vlasnik dijela preduzeća pa zbog toga imate i pravo glasa u

vezi važnih pitanja za firmu poput recimo izbora njenih direktora. Preduzeće mora prvo da isplati sve

vlasnike obveznica tj kompanijinog duga pa tek zatim imaoce vlasničkog udjela tj akcija. Sa druge strane

prednost posedovanja akcija je u tome što njihovi vlasnici imaju direktnu korist od povećanja

profitabilnosti ili vrijednosti imovine preduzeća. Razlika spram obveznica je ta da se upravo na osnovu

vlasničkog udjela određuju i dodeljuju vlasnička prava imatelja vlasničkog udjela. Oni koji poseduju

obveznice ne mogu da dijele tu korist jer su njihove novčane isplate fiksne. Vlasnici akcija snose rizik

deljenja pozitivne i negativne sudbine preduzeća. Pošto u ekonomiji kao i u životu važi pravila da ko ne

rizikuje i ne profitira, šanse za ostvarivanje većeg profita svakako više leže u posedovanju akcija.

2. Primarna i sekundarna tržišta

Još jedna od podjela finansijskih tržišta je podjela na primarna i sekundarna tržišta. Primarno tržište je

finansijsko tržište na kom preduzeća ili državne jedinice kojima nedostaju novčana sredstva, ta ista

posuđuju od prvih kupaca prodajom nove emisije hartija od vrijednosti poput obveznica ili akcija.

Sekundarno tržište je finansijsko tržište na kom se preprodaju prethodno izdate hartije od vrijednosti.

Obično primarna tržišta hartija od vrijednosti nisu dovoljno poznata široj javnosti, jer se prodaja H od V

prvim kupcima često odvija iza zatvorenih vrata. Veoma bitna finansijska institucija koja pomaže u

početnoj prodaji H od V na primarnom tržištu se naziva investiciona banka.

Ona to čini upisom izdanja H O V, čime jamči cijenu emisije H od V koje zatim pokušava da proda široj

investicionoj javnosti. Najpoznatiji primjeri sekundarnih tržišta su Njujorška berza koja trguje prethodno

izdatim akcijama, mada se na tržištima obveznica na kojima se trguje prethodno izdanim obveznicama

korporacija i američke vlade, ostvaruje daleko veći obim trgovine. Drugi primjeri sekundarnih tržišta su

tržišta deviza, ročnica i opcija. Ključne uloge na ovim sekundarnim tržištima pripadaju brokerima i

dilerima.

Brokeri djeluju u ime ulagača i spajaju kupce sa prodavcima H od V. Dileri povezuju kupce i prodavce

kupujući i prodajući H od V po unaprijed određenim (kotiranim) cijenama. Kada na sekundarno tržištu

dođe do prodaje H od V, osoba koja je prodala papir dobija novac, ali kompanija koja je izdala vrijednosni

papir ne dolazi do novih sredstava, jer je do tih sredstava došla kada je svoje H od V prvi put prodala na

primarnom tržištu. Pitaćete se čemu je onda svrha sekundarnih tržišta? Sekundarna tržišta posjeduju svoje

dvije vrlo važne funkcije.

Prva je da olakšavaju prodaju finansijskih instrumenata radi dolaženja do novca tj drugim rečima zbog njih

finansijski instrumenti postaju likvidniji – lakše utrživi. Povećana likvidnost finansijskih instrumenata čini

ih privlačnijim, što kompaniji izdavatelju olakšava nove prodaje H od V na primarnom tržištu. Druga vrlo

bitna funkcija sekundarnih tržišta je da ona određuju cijenu H od V koje je kompanija prethodno izdala na

primarnom tržištu. Institucije koje kupuju H od V na primarnom tržištu kompaniji izdavatelju za njih neće

platiti veću cijenu od one za koju smatraju da mogu postići na sekundarnom tržištu. Što je veća cijena na

Stranica 8 od 16

sekundarnom tržištu veća će biti i cijena koju će kompanija izdavatelj postići putem nove emisije H od V

na primarnom tržištu a naravno time će i biti veći iznos kapitala koji će kompanija tim putem prikupiti.

Tako kretanja na sekundarnom tržištu predstavljaju najznačajnije uslove za korporacije koje izdaju H od V.

Zato ćemo se fokusirani na proučavanje ponašanja ne primarnih već sekundarnih tržišta.

3. Berze i vanberzanska ( engl. Over-the-Counter, OTC) tržišta

Postoje dva načina organizovanja berzanskih tržišta. Jedan je organizovanje berzi, gde kupci i prodavci H

od V sastaju na jednom središnjem mestu, radi obavljanja trgovine. Njujorška i Američka berza akcija i

Chicago Board of Trade ( berza roba pšenica, kukuruza, srebra i drugih sirovina su primjeri organizovanih

berzi.

Drugi način organizacije sekundarnog tržišta je neuređeno ili vanberzansko OTC tržište. Na ovom tržištu

dileri koji su smješteni na različitim lokacijama, drže zalihu HodV i spremni su ih kupovati i prodavati bilo

kome ko želi prihvatiti njihove cijene. Kompjuteri dilera na ovom tržištu su konstantno povezani, što im

daje mogućnost poznavanja cijena kod svih drugih dilera, pa OTC tržište može biti veoma konkurentno i

ne mora se bitno razlikovati od tržišta sa organizovanom berzom. Mnoge obične akcije se kupuju i prodaju

na OTC tržištima, mada velike korporacije imaju svoje akcije uvrštene na organizovanim berzama poput

Njujorške, Londonske, Tokijske. Tržište državnih obveznica vlade SAD, koje ima veći obim trgovanja nego

Njujorška berza je organizovano kao OTC tržište. Četrdesetak dilera sa svojom spremnošću da u svakom

trenutku kupe ili prodaju obveznice američke vlade sačinjava ovo tržište. Na drugim OTC tržištima trguje

se drugim finansijskim instrumentima kao što su depozitni certifikati, federalna sredstva, bankovni akcepti

i devize.

4. Tržište novca i kapitala

Još jedan od načina razlikovanja pojedinih tržišta polazi od kriterijuma ročnosti HoV.

Tako imamo tržište novca koje je finansijsko tržište na kom se trguje samo kratkoročnim dužničkim

instrumentima( izvorni rok dospijeća kraći od godinu dana).

Instrumentima tržišta novca se trguje više nego dugoročnim H od V pa su ovi instrumenti i likvidniji.

Isto tako kratkoročne Hod V beleže manje oscilacije u cijenama od dugoročnih, što ih čini sigurnijim za

ulaganja.

Iz tog razloga banke i preduzeća aktivno koriste instrumente novčanog tržišta da bi ostvarili kamatni

prihod na privremene viškove novčanih sredstava

Zatim imamo tržište kapitala na kom se trguje instrumentima dugoročnog duga (izvorni rok dospijeća od

godinu dana i duže) kao i instrumentima vlasničkih udjela tj akcija.

H od V tržišta kapitala dugoročne obveznice i akcije se često nalaze u posjedu finansijskih posrednika kao

što su osiguravajuća društva i penzioni fondovi, za koje je karakterističan nizak stepen neizvjesnosti u

pogledu iznosa sredstava koja će im u budućnosti morati stojati na raspolaganju.

Internacionalizacija finansijskih tržišta

U zadnjih trideset godina došlo je do intenzivnog trenda internacionalizacije finansijskih tržišta.

Došlo je do ubrzane deregulacije finansijskih tržišta i do povećanja štednje u zemljama poput Japana što

je značajno uticalo na ekspanziju poslovnih aktivnosti.

Danas su međunarodna tržišta kapitala jedan od vodećih centara prikupljanja sredstava za velike

korporacije i banke.

Još jedan važan trend koji je uticao na internacionalizaciju finansijskih tržišta je ubrzani razvoj

informaciono telekomunikacionih tehnologija.

Ove tehnologije su dozvolile umrežavanje svih velikih svetskih finansijskih tržišta u jedan zajednički

virtuelni prostor.

Danas su informacije dostupne svima u sekundi a transakcije nisu ograničene geografskim prostorom.

Stranica 9 od 16

Također, ubrzani razvoj takozvanih zemalja u usponu je uticao na činjenicu da danas mnogi veliki

investitori šansu za ostvarivanje brzog i velikog profita vide upravo na ovim tržištima.

Priliv sredstava od strane takozvanih pasivnih investitora poput osiguravajućih društava i penzionih

fondova je u velikoj meri osnažio finansijska tržišta i ekonomije zemalja u razvoju.

Tako danas svi ulažu svugde. Od Njujorka, Londona, Tokija do....

2. Asimetrične informacije: negativna selekcija i moralni hazard

Transakcioni troškovi jednim dijelom objašnjavaju bitnu ulogu finansijskih posrednika i indirektnih

finansija na finansijskim tržištima.

Još jedna bitna uloga finansijskih posrednika se odražava u činjenici da na finansijskom tržištu jedna strana

o drugoj često ne zna sve što je potrebno za donošenje ispravne odluke.

Ta nejednakost u informacijama se naziva asimetričnost informacija.

Na primjer dužnik koji podiže zajam često ima bolje informacije o potencijalnim prinosima i rizicima

investicionog projekta u koji želi da se upusti od kreditora.

Nedostatak informacija u finansijskom sistemu stvara dve vrste problema: jedna se pokazuje prije

izvođenja finansijske transakcije a druga nakon nje.

Negativna selekcija je problem koji nastaje zbog asimetrije informacija prije izvođenja transakcije.

Ona se pojavljuje na finansijskim tržištima u situaciji kada rizični dužnici koji će najverovatnije proizvesti

negativan ishod, dakle oni sa visokim kreditnim rizikom – najaktivnije traže zajam zbog šega će im isti

najverovatnije biti i odobren.

Kreditori – oni koji posuđuju sredstva znaju da u uslovima negativne selekcije je vjerovatnije da će dobiti

kredit klijent sa većim kreditnim rizikom pa zato i nastaje opasnost obustave kreditiranja koja se odražava

na sve jer na tržištu posluju i klijenti sa niskim kreditnim rizikom.

Moralni hazard je problem koji nastaje usled asimetričnih informacija nakon izvođenja transakcije.

Moralni hazard na finansijskom tržištu predstavlja rizik (hazard) uključivanja dužnika u aktivnosti koje su

sa stanovišta kreditora nepoželjne (nemoralne) jer se zbog istih smanjuje vjerovatnost otplate zajma, pa

kreditori koji su svjesno ovog rizika mogu obustaviti kreditiranje.

Recimo sredstva su pozajmljena za pokretanje profitabilnog investicionog projekta, međutim kompanija

koja ih je pozajmila riješi da ih uloži u još profitabilniji projekat ali sa izuzetno visokim stepenom rizika.

Tko će moći da otplati kredit i zadrži veću dobit.

Međutim, posto je stepen rizika projekta vrlo visok stepen vjerovatnoće da izgubi vaš novac je mnogo veći

od onog sa kojim je kreditor bio upoznat odobravajući zajam za projekat koji mu je predočen.

Kada se moralni rizik i ostvari neki kreditori umiju da budu u potpunosti obeshrabreni da u budućnosti

dalje pozajmljuju sredstva.

Problemi koje stvaraju negativna selekcija i moralni hazard predstavljaju važne prepreke za dobro

funkcionisanje finansijskih tržišta.

Međutim finansijski posrednici preko razvijanja specifičnih znanja mogu premostiti takve probleme.

Male štediše mogu svoja sredstva povjeriti finansijskom tržištu preko posrednika u koje imaju povjerenje.

Finansijski posrednici zarađuju veća sredstva na ulaganjima jer su bolje osposobljeni za razlikovanje dobrih

od loših dužnika pa tako i mogu smanjiti gubitke koji nastaju zbog negativne selekcije.

Između ostalog finansijski posrednici razvijaju specifična znanja i stiču specifično iskustvo u nadziranju

ponašanja dužnika pa tako isto smanjuju gubitke koji mogu nastati usled moralnog hazarda. Upravo usled

ovih sposobnosti oni štedišama mogu da obezbede kamatu ili da im pruže druge usluge koje ostvaruju

dobit.

Stranica 10 od 16

Najznačajniji finansijski posrednici

Pošto smo shvatili ulogu finansijskih posrednika sada treba da se upoznamo sa najznačajnijim finansijskim

posrednicima i načinima na koji oni obavljaju funkciju posredovanja.

Finansijski posrednici se mogu svrstati u tri kategorije: Depozitne institucije, institucije ugovorne štednje i

investicioni posrednici.

Stranica 11 od 16

1. Depozitne institucije

Depozitne institucije su finansijski posrednici koji prihvataju depozite pojedinaca i institucija i bave se

odobravanjem zajmova.

U ove institucije spadaju banke i štedne institucije: štedno kreditne zadruge, štedionice i kreditne zadruge.

Stranica 12 od 16

Poslovne banke su finansijski posrednici koji uglavnom prikupljaju sredstva izdavanjem transakcijskih

depozita ( depozita na osnovu kojih se mogu izdavati čekovi), zatim štednih depozita ( depozita koji se

mogu trenutno isplatiti ali na osnovu kojih se ne mogu izdavati čekovi) i oročenih depozita ( depozita sa

fiksnim rokovima dospijeća)

Tako prikupljena sredstva koriste se za dobravanje poslovnih, potrošačkih i hipotekarnih kredita, za

kupovinu državnih obveznica i obveznica lokalnih vlasti.

Štedno kreditne zadruge – prikupljaju sredstva uglavnom kroz štedne depozite, oročene depozite i tekuće

račune.

Ovako prikupljena sredstva se koriste za odobravanje hipotekarnih kredita. Prije nastupajuće deregulacije

štedno kreditnim zadrugama je bilo odobreno samo odobravanje hipotekarnih kredita bez mogućnosti

otvaranja tekućih računa.

Međutim problemi sa kojima su se suočile ove institucije zbog velikih fluktacija kamatnih stopa u periodu

između 1960 – 1980 koje su ostavile izuzetno negativne efekte na dugoročno plasirana sredstva za

hipotekarne kredite (sa rokovima dospijeća dužim od 25 god.) koja su bila odobrena po tada važećim

kamatnim stopama za koje se u kasnijem periodu ispostavilo da ne mogu da pokriju troškove pribavljanja

novih sredstava, su podstakli vlade mnogih zemalja da ovim institucijama takođe odobre poslove

otvaranja tekućih računa, odobravanja potrošačkih kredita i druge aktivnosti koje su do tada bile privilegija

samo poslovnih banaka.

Danas su ove institucije dužne da kao i poslovne banke deponuju obavezne rezerve kod centralne banke.

Tako je danas usled deregulacije poslovanja finansijskih posrednika nejasna razlika između poslovanja

poslovnih banaka i štedno kreditnih zadruga pa su zato ove institucije ušle i u otvorenije konkurentske

odnose.

Štedionice – su veoma slične štedno kreditnim zadrugama. Razlikuju se donekle u korporativnoj strukturi

jer se štedionice struktuiraju kao zajedništva ili kooperative. To znači da su štediše ujedno i vlasnici.

Poput štedno kreditnih zadruga štedionice također prikupljaju sredstva preko štednih depozita(udjela) i

plasiraju ih u vidu hipotekarnih kredita.

Usled procesa deregulacije poslovanja finansijskih institucija i štedionicama je danas odobreno otvaranje

tekućih računa i odobravanje drugih vrsta kredita.

Kreditne zadruge – su male kooperativne kreditne institucije koje su organizovane

oko postojećih društvenih grupa ili zajednica poput sindikata, zajednice zaposlenih jednog preduzeća i sl.

One prikupljaju depozite( udjele) i plasiraju ih u potrošačke kredite.

Zahvaljujući novoj regulativi i njima je dozvoljeno otvaranje tekućih računa i odobravanje hipotekarnih

kredita.

2. Institucije ugovorne štednje

Ove institucije na ugovornoj osnovi prikupljaju sredstva u redovnim vremenskim intervalima.

Ovi finansijski posrednici koje karakteriše visok stepen sigurnosti mogu predviđati isplate svojih obaveza

u nadolazećim godinama pa za razliku od depozitnih institucija ne moraju biti pogođeni trenutnim

gubitkom.

Njima nije glavna briga postizanje likvidnosti imovine, pa iz tog razloga teže ka dugoročnim ulaganjima u

korporativne obveznice, akcije i hipotekarne kredite.

Društva životnog osiguranja – osiguravaju ljude od finansijskog rizika koji nastaje usled smrti te prodaju

anuitete ( godišnje isplate dohotka po penzionisanju tj rentu).

Sredstva prikupljaju putem premija koje ljudi plaćaju da bi svoje polise osiguranja održali aktivnim.

Ovako prikupljena sredstva društva uglavnom ulažu u korporativne obveznice i hipotekarne kredite.

Kupuju i akcije ali iznos akcija koji mogu kupiti je ograničen. Ova društva su najveća društva ugovorne

štednje.

Stranica 13 od 16

Društva osiguranja od požara i nezgoda – osiguravaju vlasnike polisa od gubitka usled krađe, požara i

nezgoda. Takođe sredstva prikupljaju putem uplata premija na polise osiguranja.

Razlikuju se od društava za životno osiguranje po tome što poseduju veću mogućnost gubitka sredstava u

slučaju katastrofalnih događaja.

Iz ovog razloga ova osiguravajuća društva ulažu sredstva u likvidnije HodV u poređenju sa društvima za

životno osiguranje.

Najveći deo imovine ulažu u obveznice lokalnih vlasti. Međutim kupuju i korporativne obveznice, akcije i

državne obveznice.

Penzioni fondovi i državni penzioni fondovi – Privatni i državni penzioni fondovi se bave osiguravanjem

dohotka po penzionisanju u obliku anuiteta(renti) za zaposlene koji su uključeni u penzioni plan.

Sredstva se prikupljaju putem doprinosa zaposlenih i poslodavaca.

Postoje obavezni doprinosi koji se automatski izdvajaju iz bruto plate i dobrovoljni doprinosiPenzioni

fondovi najveći dio prikupljenih sredstava ulažu u korporativne obveznice i akcije.

Vlade država su aktivno podsticale osnivanje penzionih fondova kroz regulativu koja je zahtijevala

obavezne penzione planove, ali i kroz poreske olakšice za uplatu doprinosa.

3. Investicioni posrednici

Ova grupa finansijskih posrednika obuhvata finansijske kompanije, investicione fondove i inves

ticione fondove tržišta novca takozvane novčane fondove.

Finansijske kompanije – prikupljaju sredstva prodajom komercijalnih zapisa (kratkoročni dužnički

instrumenti) i emisijom akcija i obveznica.

Ovako prikupljena sredstva koriste za odobravanje potrošačkih kredita a ponekad ih plasiraju u kredite za

mala i srednja preduzeća.

Neke od finansijskih kompanija su osnovane od strane svojih preduzeća u cilju promovisanja prodaje

njegovih proizvoda. Na primer kreditna kompanija Ford Motor odobrava kredite za kupovinu Fordovih

automobila.

Investicioni fondovi – prikupljaju sredstva emisijom udjela brojnim individualnim

investitorima i ovako prikupljena sredstva koriste za kupovinu diversifikovanog portfelja akcija i

obveznica.

Ovi fondovi omogućavaju ulagačima da udruže sredstva i tim putem smanje transakcione troškove

kupovine velikih blokova HodV.

Pored toga fondovi omogućavaju veću diversifikaciju portfelja od one koju bi mogao da postigne

individualni investitor.

Vlasnici mogu prodati svoje udjele u bilo kom trenutku, a vrijednost udjela zavisi od vrijednosti imovine

fonda u tom trenutku.

Kako je vrijednost imovine fonda podložna velikim promjenama, tako je i vrijednost udjela podložna

promjenama.

Iz tog razloga ova ulaganja pretpostavljaju dobrovoljno preuzimanje rizika.

Investicioni fondovi novčanog tržišta – predstavljaju relativno nove finansijske institucije koje imaju

obeležja investicionog fonda ali u određenoj mjeri funkcionišu i kao depozitne institucije jer pružaju uslugu

sličnu transakcionom računu.

I ove institucije prikupljaju sredstva prodajom udjela, i zatim ista plasiraju u veoma sigurne i likvidne

instrumente tržišta novca.

Kamata ostvarena na tako plasirana sredstva se isplaćuje vlasnicima udjela u fondu.

Ključno obeležje ovih fondova je to što vlasnici udjela u fondu mogu izdavati čekove na teret vrijednosti

svog udjela.

Generalno postoje ograničenja na upotrebu privilegije izdavanja čekova.

Stranica 14 od 16

Iznos na jednom čeku ne smije biti manji od 500 dolara, a da bi se steklo pravo otvaranja takvog računa

potreban je veliki iznos početnog ulaganja.

Udjeli u ovim fondovima liče na tekuće račune na koje banka plaća kamatu, ali posjeduju određene

restrikcije na mogućnost izdavanja čekova.

Ovi fondovi su od svog nastanka 1971 do danas doživeli neverovatno veliki rast i njihova se aktiva danas

procjenjuje na preko 2.116 milijardi dolara.

Regulacija finansijskog Sistema

U gotovo svim zemljama finansijski sistem spada u sektor najstrože regulisanih sektora privrede.

Vlada reguliše finansijska tržišta zbog tri glavna razloga:

•povećanja i transparentnosti informacija koje stoje na raspolaganju ulagačima,

• osiguranja stabilnosti finansijskog sistema,

• povećanja kontrole sprovođenja monetarne politike

Bitno je da shvatimo kako su ova tri razloga za državnu intervenciju oblikovala današnje regulatorno

okruženje.

Nadzorne agencije finansijskog sistema

1. Povećanje informacija koje stoje na raspolaganju ulagačima

Već smo rekli da asimetrične informacije na finansijskim tržištima znače da investitori mogu imati

probleme zbog negativne selekcije i moralnog hazarda.

To u znatnoj meri može uticati na efikasno delovanje finansijskog tržišta.

Rizična preduzeća ili prikriveni prevaranti mogu biti snažno motivisani da prodaju HodV neopreznim

ulagačima.

Tako problem negativne selekcije može odvratiti ulagače od učešća na finansijskom tržištu.

Dale kad je ulagač kupio HodV može se susresti sa problemom moralnog hazarda tj situacijom kada dužnik

ima motiv da uđe u rizičnu situaciju ili motiv da učini neku prevaru ( izvlačenje novca iz preduzeća zarad

lične koristi).

Problem moralnog hazarda kao što smo rekli takođe može odvratiti ulagače od učešća na finansijskom

tržištu.

Upravo državna regulativa može da umanji ove probleme i da time poveća efikasnost finansijskih tržišta

kroz povećanje količine i kvaliteta informacija koje stoje na raspolaganju investitorima.

2. Osiguranje stabilnosti finansijskih posrednika

Asimetrične informacije mogu da prouzrokuju kolaps finansijskih posrednika, što se naziva finansijska

panika.

Usled nedostatka potpunog poverenja u stabilnost finansijskih posrednika ljudi koji su istima poklonili

poverenje mogu poželeti da iz istih povuku novac.

Tako se dešava da u slučaju nekih manjih kriza više ljudi želi da povuče novac iz kako nesolventnih tako i

solvetnih finansijskih institucija i time se stvara takozvana finansijska panika koja deluje po principu

domino efekta i koja dovodi do velikih gubitaka i koja uzrokuje velike štete celokupnoj ekonomiji jedne

zemlje.

Zato je vlada uvela regulacije kako bi u cjelini zaštitila javnost i ekonomiju od pogubnog uticaja finansijske

panike:

Ograničenja ulaska na tržište.

Državne komisije za banke i osiguravajuće institucije kao i agencija za kontrolu valute su uveli stroga

pravila koja uređuju ko sme a ko ne sme osnovati instituciju finansijskog posrednika.

Pojedinci ili grupe koje žele osnovati finansijskog posrednika, poput banke ili osiguravajućeg društva

moraju od države dobiti licencu za rad.

Stranica 15 od 16

Licenca će biti odobrena samo ako se radi o istaknutim subjektima, nepomućene reputacije i velikim

početnim kapitalom.

Objavljivanje informacija je regulisano uvođenjem strogih obaveza izveštavanja za finansijske posrednike.

Njihova računovodstva se moraju vršiti po strogo određenim načelima, a njihove knjige su predmet

povremenog nadzora sa obavezom da određene informacije uvek moraju biti na raspolaganju javnosti.

Isto tako i korporacije koje emituju obveznice i akcije obavezne su da daju detaljne izveštaje o svojoj

imovini i obavezama, zaradama i prodajama akcija i zakonski su kažnjive trgovine povlašćenim

informacijama, dakle onim koje nisu dostupne svim investitorima na finansijskom tržištu.

Ograničenja ulaganja i aktivnosti postoje u vidu ograničenja prirode aktivnosti kojom se posrednici smiju

baviti kao i u pogledu vrsta imovine koje posrednici mogu držati.

Da bi se postigao osećaj sigurnosti ulagača u institucije finansijskih posrednika jedan od načina je

ograničenje njihovog angažmana u rizičnim aktivnostima.

Recimo komercijalno bankarstvo nije smelo da se bavi rizičnijim poduhvatima koji su bili

dozvoljeni investicionim bankama. Isto tako još jedan od načina je zabrana držanja neke vrste rizične

imovine ili u blažoj verziji ograničavanje držanja rizične aktive na određene iznose.

Tako je fondovima životnog osiguranja dozvoljen samo ograničeni iznos ulaganja u akcije, a poslovnim

bankama uopšte nije dozvoljeno ulaganje u obične akcije, zbog podložnosti cijena ovih instrumenata

čestim promjenama.

Osiguranje depozita. Država može osigurati ljude koji povjeravaju svoja sredstva finansijskim

posrednicima od bilo kakvog finansijskog gubitka u slučaju propasti posrednika.

Naša agencija je Agencija za osiguranje depozita koja osigurava gubitka svakog pojedinog štediše u svakoj

pojedinoj banci do iznosa od 50KM po računu.

Sve komercijalne banke i štedionice uplaćuju depozite u ovaj fond.

Sredstva ovog fonda se koriste za isplatu osiguranih depozita ako neka od banaka članica propadne

Ograničenje tržišne konkurencije.

Političari često izjavljuju da nekontrolisana konkurencija finansijskih posrednika može dovesti do stečajeva

finansijski posrednika u kojima najviše strada široka javnost.

I ako su dokazi da je konkurencija uzrok nevolja u koje zapadaju finansijski posrednici dosta slabi, države i

njihove vlade i dalje postavljaju mnoga restriktivna pravila poslovanja poput restriktivnih pravila za

otvaranje novih poslovnih lokacija tj podružnica, poreklo vlasničkog kapitala, ograničenje poslovnih

aktivnosti i sl.

Ograničenje kamatnih stopa je takođe u duhu sputavanja tržišne konkurencije. Ovim država ograničava

visinu kamatnih stopa koje se mogu plaćati na depozite. Danasje ova regulacija uglavnom ukinuta u većini

zemalja.

3. Unapređivanje kontrole monetarne politike

Sa obzirom da banke imaju važnu ulogu u određivanju ponude novca, veliki dio regulative finansijskih

posrednika je sastavljen u cilju unapređivanja kontrole nad ponudom novca.

Jedna od regulacija iz te familije je nama dobro poznata obavezna rezerva prema kojoj su sve depozitne

institucije dužne da kod centralne banke drže propisani dio depozita.

Isto tako i osiguranje depozita se može objasniti potrebom države da kontroliše novčanu masu u opticaju

svojom ulogom u otklanjanju nepovjerenja građana i mogućnosti dešavanja čestih stečaja finansijskih

posrednika čime se izbegavaju ili umanjuju šanse za nekontrolisane velike promjene u ponudi novca.

Finansijski instrumenti:

1. Hartije od vrijednosti

a) osnovne hartije od vrijednosti

• dužnicke

• Vlasnicke

2. Depoziti

3. Potraživanja

4. Finansijska prava

b) izvedene hartije od vrijednosti

• fjucers ugovori

• opcijski ugovori

• svop ugovori

5. Devize i devizni kursevi

6. Zlato i plemeniti metali