

## FINANSIJE I RAČUNOVODSTVO

Dr Milena Jakšić\*

### PERFORMANSE MEĐUNARODNOG TRŽIŠTA KAPITALA

*Apstrakt: Imajući u vidu da je globalizacija prisutna u svim sverama ekonomskog i društvenog života, kretanje kapitala u međunarodnim finansijskim tokovima je zakonit, dugoročan i progresivan proces koji nema alternative. Shodno navedenom, u fokusu istraživanja je ekonomski podsticaj globalizacije maksimiziranju profita i minimiziranju rizika ulaganja. Analizom organizacije, strukture i funkcionisanja međunarodnog tržišta kapitala dolazi se do ključnih kriterijuma za efikasnu mobilijaciju i racionalnu alokaciju dugoročnih finansijskih sredstava.*

*Ključne reči: međunarodni finansijski tokovi, globalizacija, euroobveznice.*

*Abstract: Taking into account that globalisation penetrates all spheres of the social and economic life, capital movement in international financial flows is a legal, long - term, and progressive process with no alternative. Pursuant to the above said, the focus of research is the economic incentive of globalisation to profit maximisation and investment - risk minimisation. Analysis of the organization, structure, and functioning of international capital market the key criteria for an efficient mobilization and rational allocation of long - term financial resources are obtained.*

*Key words: international financial flows, globalisation, eurobonds.*

Počeci razvoja globalnog tržišta kapitala mogu se pratiti posle Drugog svetskog rata. Karakteriše ih pojava eurodolara (deponovanje i kreditiranje u dolarima van SAD), eurobanaka i eurovalutnog tržišta. Za vreme krize funte sterlinga 1957. godine britanskim bankama zabranjeno je kreditiranje inostranstva upotrebom funte. Finansijske institucije u Londonu, međunarodne banke i

---

\* Asistent Ekonomskog fakulteta u Kragujevcu

investicione (*merchant*) banke, u cilju obezbeđenja nesmetanog finansiranja međunarodne trgovine, formirale su tržište dolara. Na njemu su uzimani eurodolarski depoziti i na osnovu njih odobravani eurodolarski krediti. Tako je počelo da funkcioniše eurodolarsko tržište. Do njegovog procvata došlo je krajem 1958. godine, uvođenjem konvertibilnosti većine zapadnoevropskih valuta.<sup>1</sup>

Tražnja za eurovalutnim zajmovima nastala je kao rezultat povećane investicione aktivnosti američkih multinacionalnih kompanija u Evropi. Ovo tržište, u početnoj fazi razvoja, bilo je pretežno ofšor (eksteritorijalno) i imalo je jake veze sa nacionalnim tržištima kapitala. Barijere, u formi restriktivnih propisa na nacionalnim tržištima, imale su za rezultat cenovne razlike (više kamatne stope, obavezne rezerve i devizne kontrole na nacionalnim tržištima) između nacionalnog i ofšor tržišta.

Ekspanzija eurotržišta nastupila je početkom sedamdesetih godina, kao posledica ukidanja Bretonvudskog monetarnog sistema. Sistem fiksnih deviznih kurseva ukinut je 1971. godine, a uveden je fluktuirajući devizni kurs 1973. godine. Eurotržište predstavlja jednu od najznačajnijih i najvećih finansijskih inovacija u međunarodnom finansijskom sistemu. Ovo tržište najveći je globalni pul finansijskih sredstava i glavni kanal za prelivanje kapitala između zemalja, regiona i integracionih celina. Na njemu, kao što je poznato, odobravaju se krediti u stranim valutama van zemalja njihovog emitovanja. Eurotržište predstavlja osnovu razvoja modernog međunarodnog tržišta kapitala. Kao najveće i najznačajnije tržište novca (eurodepozita), kredita (sindiciranih eurokredita), hartija od vrednosti (euroakcija i euroobveznica) i deviza (devizno tržište) predstavlja najbolji primer današnje globalizacije finansijskih tokova.

### 1. Karakteristike međunarodnog tržišta obveznica (euroobveznica)

Tržište euroobveznica osnovano je ranih šezdesetih godina prošlog veka. Prva emisija euroobveznica izvršena je 1963. godine. Ona je bila namenjena finansiranju italijanske putne mreže. Tržište se razvijalo sa ciljem da se izbegne nacionalna regulativa i kontrola. Danas je tržište euroobveznica, u pogledu obima trgovine, drugo po veličini (posle tržišta obveznica SAD).

<sup>1</sup> Eurodolarski depoziti kreiraju se kada vlasnik dolarskog bankarskog depozita u SAD transferiše taj depozit u američku banku lociranu izvan SAD (ofšor banka). Depozitor onda ima dolarsko potraživanje od ofšor banke, a ona, zauzvrat, ima dolarsko potraživanje od banke u SAD.

Euroobveznice su dužničke hartije od vrednosti, kojima u međunarodnim okvirima trguju sindikati, banke i brokeri. Obično glase na donosioca i emituju se privatnim plasmanima, van zemlje u čijoj su valuti denominovane.<sup>2</sup> Pošto privatno plasiranje ne zahteva registracionu proceduru kod nadležnih organa, euroobveznice ne podležu snažnoj regulativi prilikom emitovanja i trgovanja na sekundarnom tržištu. Euroobveznice su neformalnog karaktera i pogoduju investitorima, koji žele da ostanu anonimni. Odsustvo nacionalne regulative omogućava zaduživanje po nižim troškovima. Kamatna stopa na euroobveznice često je niža i od kamatne stope na nerizične državne hartije od vrednosti.

Izdavanje, distribucija i prodaja obveznica obavlja se preko dva klirinška sistema i to: *Euroclear* i *Cedel*. Euroclear, sa sedištem u Briselu, osnovala je grupa banaka 1968. godine. Sistemom rukovodi njujorška *Morgan Guaranty Bank*. Cedel je klirinški sistem lociran u Luksemburgu. Osnovan je 1971. godine na inicijativu grupe evropskih banaka. Njihova uloga je obezbeđivanje transfera obveznica do vlasništva kupaca i kontrola transfera novca od kupca ka izdavaču obveznica. Ovi klirinški sistemi omogućavaju da se trgovina euroobveznicama obavlja računovodstvenim prenosom vlasništva, bez njihovog fizičkog prenosa.

Međunarodno tržište kapitala karakterišu različite vrste euroobveznica. Obične (*straight*) euroobveznice na koje se kamata plaća u periodičnim intervalima (najčešće godišnje) ne daju prava na dodatnu kamatu, glavnice ili privilegiju konverzije. Diskontne obveznice ili obveznice sa nultim kuponom (*zero coupon bond*) donose periodičnu kamatu vlasniku. Kamata se realizuje prilikom kupovine obveznica po ceni nižoj od nominalne. Investitoru se u roku dospeća isplaćuje puna nominalna cena obveznica.<sup>3</sup> Konvertibilne (*convertible*) obveznice daju mogućnost konverzije u obične akcije, zlato, naftu ili u obveznice sa drugačijim mehanizmom isplate kamate (npr., kada se obveznice sa fiksnom kamatnom stopom pretvore u obveznice sa varijabilnom kamatnom stopom).<sup>4</sup> Obveznice sa dvostrukom valutom (*dual - currency bond*) obezbeđuju da se periodične isplate kamate vrše u jednoj valuti, a isplata glavnice o roku dospeća u drugoj valuti. Najčešće se isplata kupona vrši u valuti u koju je denominovana obveznica. Na tržištu euroobveznica emituju se i obveznice sa promenljivom kamatnom stopom (*floating rate bond*). Kod njih

<sup>2</sup> Privatni plasman označava prodaju obveznica određenom broju investitora, direktno bez posrednika.

<sup>3</sup> Ova vrsta euroobveznica stekla je naročitu popularnost u Japanu. Rast cena obveznica o roku dospeća tretiran je kao kapitalni dobitak koji ne podleže oporezivanju.

<sup>4</sup> Postoje i obveznice koje automatski (ako se ispune predviđeni uslovi) transformišu mehanizam plaćanja po promenljivoj stopi u obveznice sa fiksnom stopom (*drop-locs bond*).

se nominalna kamatna stopa periodično prilagođava promenama utvrđenog finansijskog indeksa. Pri tom, obveznica može imati minimalnu kamatnu stopu (pod) ili maksimalnu kamatnu stopu (plafon). Po toj kamatnoj stopi vrše se isplate, bez obzira na referentnu vrednost obveznice.

Sredinom osamdesetih godina, prvi put su emitovane hipotekarne obveznice (*mortgage-backed bond*). Ova vrsta obveznica, pružila je mogućnost finansijskim institucijama sa visokim kreditnim rizikom da se pojave na eurotržištu. Povećani rizik investitora kompenziran je kolateralom. On obeštećuje kupca obveznica ukoliko emitent ne ispunjava obaveze. Delimično isplaćene obveznice (*partly paid bonds*) pružaju mogućnost inostranom investitoru da pri njihovoj kupovini plati samo deo njihove vrednosti (obično ispod 50%). Ostatak iznosa isplaćuje posle određenog perioda (najčešće šest meseci) po ranije utvrđenoj ceni obveznice, koja je denominovana u inostranu valutu. Investitor veruje da valuta, u koju je denominovana obveznica, postepeno slabi i da iznos sredstava za preostali deo isplate može da pribavi po povoljnijem kursu. Na kraju, mogu se navesti i globalne obveznice (*global bond*), koje se istovremeno plasiraju na više tržišta kapitala (izvan zemlje na čiju valutu obveznica glasi). One su pogodnije za emitente kojima su potrebna značajna sredstva i koji žele da privuku investitore iz celog sveta.<sup>5</sup>

Nezavisno od vrste euroobveznica, njihovu emisiju i prodaju obavljaju sindikati ili konzorcijumi banaka. Oni nastoje da na efikasan način povežu ponudu i tražnju na tržištu euroobveznica. U samom postupku emitovanja euroobveznica vodeći menadžer je banka. Ona rukovodi poslovanjem emisije. Približno dve nedelje pre objavljivanja dogovora o emisiji obveznica, vodeći menadžer ili emitent preliminarno razmatraju uslove ugovora. Pri tom, vodeći menadžer upućuje poziv malom broju banaka (rukovodećim bankama) za učešće u rukovodjenju emisijom. Zainteresovane banke imaju sedam do deset dana da daju pristanak.

Pored rukovodećih banaka postoje i banke koje garantuju emisiju, kao i banke koje prodaju obveznice krajnjem investitoru. Grupa banaka odgovorna za prodaju emisije ne garantuje uspeh emisije i nema finansijsku odgovornost prema emitentu. Nerealizovane obveznice mogu se vratiti rukovodećim bankama. S druge strane, garanti imaju obavezu da kupe obveznice od vodećih menadžera (po unapred utvrđenoj ceni). U procesu emisije javljaju se i banke koje vode računa o naplati glavnice i kamate. Istovremeno tu su i banke koje u ime emitenta distribuiraju obveznice i plaćaju obaveze investitorima.

<sup>5</sup> Prvu emisiju global obveznica izvršila je 1989. godine Svetska banka. Od tada mnoge međunarodne organizacije i nacionalne vlade posežu za ovim finansijskim instrumentom.

Konačno, rukovodeće banke zajedno sa emitentima utvrđuju cene euroobveznica. Od dana emitovanja obveznica do trenutka završetka procesa njihove emisije i prodaje, vodeći menadžer nastoji da održi cene euroobveznica stabilnim. Postavlja se pitanje, koji je interes vodećeg menadžera da održi stabilnim cene emitovanih obveznica? Ukoliko cene obveznica po emitovanju značajno porastu emitenti su na gubitku. Sa druge strane, ako cene po emitovanju obveznica padnu investitori su na gubitku. U cilju očuvanja dobrih poslovnih odnosa i reputacije eurotržišta, vodeći menadžer obavezuje se da stabilizuje cene obveznica nakon njihovog emitovanja. Ukoliko kamatna stopa na eurotržištu poraste i cene obveznica padnu, vodeći menadžer mora da poveća tražnju za obveznicama. Suprotno, ako kamatna stopa padne, menadžer mora da poveća ponudu obveznica i održi cene nepromenjenim. Takođe, vodeći menadžer, da bi predupredio događaje na tržištu, koji utiču na promene cena, može prilikom inicijalne ponude obveznica anticipirati kretanje kamatne stope na tržištu. U slučaju očekivanog pada kamatne stope, zauzima dugu poziciju na eurotržištu. Suprotno, u slučaju očekivanog rasta kamatne stope zauzima kratku poziciju na eurotržištu.

Emitenti imaju interes da se angažuju na eurotržištu kada su kamatne stope na tržištu euroobveznica niže od kamatnih stopa na nacionalnim tržištima. Kada su, uz to, kamatne stope na eurotržištu niže od prinosa koje donose državne obveznice, emitent može obavljanjem poslova arbitraže da ostvari profit. To uključuje emitovanje obveznica na eurotržištu i pokrivanje obaveza po osnovu emisije obveznica kupovinom nerizičnih državnih hartija. Pri tom, vodi se računa da državne hartije donesu prinos koji po ročnosti odgovara odlivu sredstava na eurotržište.

## 2. Karakteristike međunarodnog tržišta akcija

Međunarodno tržište akcija razvijalo se nešto sporije od međunarodnog tržišta obveznica. Međunarodne vlasničke hartije od vrednosti bile su izložene regulativi zemalja na čijim berzama su se kotirale. Zato su imale nepovoljniji međunarodni tretman od obveznica, koje su, kao što je poznato, uživale povlašćeni neregulisani tretman. Međutim, potreba kompanija da diversifikuju izvore sredstava za dugoročno finansiranje zahtevala je intenzivniju emisiju akcija na međunarodno tržište kapitala.

Najčešći oblik emisije akcija na međunarodno tržište kapitala su globalne potvrde (*Global Depositary Receipts, GDR*). One predstavljaju potvrde o vlasništvu akcija inostranih kompanija. Potvrde izdaju banke poverioci inostranih kompanija. Na inicijativu inostranih kompanija banke se obavezuje da investitorima izdaju priznanice, koje su dokaz vlasništva akcija inostranih

kompanija.<sup>6</sup> Dividende po osnovu vlasništva akcija inostranih kompanija isplaćuju se prvo bankama poveriocima u inostranoj valuti. One ih konvertuju i isplaćuju u nacionalnoj valuti vlasnicima potvrda.<sup>7</sup> Potvrdama se trguje na nacionalnim berzama akcija. Na taj način, zaobilazi se inostrana regulativa i inostrani sistem obračuna i plaćanja, pojednostavljaju se finansijske transakcije i smanjuju troškovi investiranja u inostranstvu. Potvrde se izdaju na zahteve kompanija, koje žele da im se akcije kotiraju u inostranstvu. Pri tom, same kompanije snose sve troškove kreiranja i distribucije potvrda.

Ukoliko domaće kompanije žele da imaju u svom portfelju akcije inostranih kompanija, finansijski posrednici mogu, na osnovu raspoloživih akcija, da izdaju potvrde i da iniciraju njihovu emisiju i prodaju u inostranstvu. One se ne kotiraju na berzama zemalja u kojima su izdate i sačinjavaju, tzv., prvi nivo potvrda. Njima može da se trguje u vanberzanskom prometu. Kompanije na osnovu čijih akcija se izdaju potvrde objavljuju samo finansijske izveštaje sastavljene po važećim principima zemlje porekla potvrde. Drugi nivo potvrda čine potvrde kompanija koje poštuju status berze na kojoj se kotiraju. Na kraju, ukoliko kompanija sastavlja računovodstvene izveštaje po zakonima i principima zemlje na čijoj se berzi pojavljuje, onda je reč o trećem nivou potvrda. One mogu da se prodaju putem javne emisije.

Prenaglašeni računovodstveni zahtevi na pojedinim tržištima kapitala predstavljaju prepreku međunarodnom izlistavanju akcija. Predlaže se harmonizacija kako nacionalnih računovodstvenih propisa tako i zahteva u vezi sa finansijskom regulativom i objavljivanjem informacija. Medjutim, harmonizacija računovodstvenih propisa i uspostavljanje jedinstvene globalne regulacije ne daje željene rezultate. I dalje je prisutna razlika između nacionalnih regulativa pojedinih ekonomija.

Različiti nacionalni regulativni mehanizmi (računovodstveni principi, finansijska regulativa, objavljivanje informacija) predstavljaju prepreku brzom razvoju međunarodnog tržišta akcija. Pri tom, američko zakonodavstvo je najrestriktivnije. Za listing akcija inostranih kompanija na berzama SAD zahteva se primena istih pravila trgovanja kao i u slučaju domaćih kompanija. Izvan SAD, zahtevi su znatno blaži. Na primer, u Švajcarskoj, Nemačkoj i Holandiji, od inostranih kompanija zahteva se da podnesu samo finansijske izveštaje zasnovane

<sup>6</sup> Jedna potvrda glasi na više akcija.

<sup>7</sup> Najpoznatija vrsta potvrde jeste američka (*American Depositary Receipt, ADR*), koja je prvi put uvedena 1927. godine od strane *Morgan Guaranty Bank*, kako bi se zaobišle prepreke investiranja američkih subjekata u inostranstvu.

na matičnim računovodstvenim principima. Londonska berza, u nekim slučajevima, zadržava pravo da zahteva dodatne računovodstvene informacije.

Odsustvo jedinstvene regulacije ne predstavlja jedinu prepreku razvoju međunarodnog tržišta akcija. Na mnogim tržištima akcija ne postoji akcijska kultura, ni približna akcijskoj kulturi SAD. Na primer, U SAD 51% stanovništva poseduje akcije, direktno ili indirektno.<sup>8</sup> Tako visok procenat posedovanja akcijama u SAD posledica je transparentnosti, likvidnosti i integriteta američkog tržišta akcija. Takodje, osnovu njegovog razvoja čini dugoročna poreska politika, dobra regulativa i poverenje u individualne investitore. S druge strane u Velikoj Britaniji, sa razvojem akcijske kulture, počeo je prelazak investitora sa ulaganja u akcije na ulaganja u hartije od vrednosti sa fiksnim prinosom (obveznice). Kao posledica toga, u 2001. godini realni prinos na korporativne obveznice iznosio je 6%, koji je znatno iznad prinosa na akcije (-13,8%).<sup>9</sup> Pošto se nije ostvario očekivani oporavak tržišta akcija početkom 2002. godine, portfolio menadžeri u kontinentalnoj Evropi nastavljaju trend smanjenja ulaganja u akcije u korist obveznica i drugih investicija sa fiksnom kamatom.

Solnik i de Freitas<sup>10</sup> istraživali su uticaj nekoliko faktora na ponašanje cena akcija u šesnaest zemalja sa razvijenim tržištem kapitala.<sup>11</sup> Uz domaće faktore (industrijsku proizvodnju i prinose na domaćem tržištu kapitala) uzeli su u obzir i dva globalna faktora i to: stanje i medjuzavisnost u svetskoj privredi (koji su nazvali faktor "svet") i odnose između nacionalnih valuta (faktor "valuta"). Na osnovu rezultata do kojih su došli, u proseku za sve zemlje, događaji na nacionalnim finansijskim tržištima objašnjavali su 42% varijacija u prinosu akcija, industrija u šesnaest zemalja uzetih kao uzorak ukazivala je na učešće u ponašanju cena akcija od 23%, a faktor "svet" 18%. Uticaj faktora "valuta" bio je zanemarljiv. Budući da je teško izolovati događaje na domaćem tržištu kapitala od uticaja međunarodnog okruženja, mišljenje je da je značaj globalnog faktora na ponašanje cena akcija veći nego što dobijeni rezultati pokazuju.

<sup>8</sup> Taj broj u Nemačkoj je 18%, a u Japanu 15%. Vračarić, V., (2002). "Globalizacija finansijskih tržišta i evropsko finansijsko tržište", *Finansije*, broj 5-8, str. 162.

<sup>9</sup> U desetogodišnjem periodu (1991-2001) prosečni realni godišnji prinos na korporativne obveznice bio je veći za 1% od prinosa na akcije. Isto, str. 162.

<sup>10</sup> Kay, J., (2002). "The International Assets of Stock Exchanges", *Annual Report*, London, p. 95.

<sup>11</sup> Solnik, B., de Freitas, A., (1998). "International Factors of Stock Price Behaviour".

### 3. Karakteristike međunarodnog tržišta finansijskih derivata

Procesom liberalizacije i internacionalizacije finansijskih tokova naglo se širi i obim i upotreba finansijskih derivata. To je posledica nastojanja da se ograniči rizik u spekulativne svrhe ili da se lakše i brže predvide buduća tržišna kretanja. Najvažnija funkcija međunarodnog tržišta derivata je obezbeđenje likvidnosti. Ona se postiže privlačenjem finansijskih sredstava posredstvom standardizovanih ugovora, utvrđivanjem cenovne transparentnosti i uvođenjem obračunske (klirinške) kuće.

Prva transakcija fjučers ugovorima na međunarodnom tržištu izvršena je decembra 1981. godine na eurodepozitne certifikate (eurofjučerse) na delu Čikaške robne berze (*Chicago Merxantile Exchange, CME*).<sup>12</sup> Fjučersi na eurodepozitne certifikate predstavljuju ugovore o kupovini/prodaji depozita, na određeni dan u budućnosti (90 dana) po unapred utvrđenom terminskom kursu. Na dan dospeća vrši se samo isplata razlike u ceni (*cash settlement*), bez fizičke isporuke finansijske aktive. Pošto su ovi fjučers ugovori vremenski standardizovani (na rok od tri, šest, devet i dvanaest meseci) investitori se mogu suočiti sa problemom da se rokovi njihovog dospeća ne podudaraju sa periodima naplate/isplate osnovnog finansijskog instrumenta. Oni tada mogu pribеći vanberzanskoj trgovini i potražiti ugovore, koji po karakteristikama odgovaraju potrebama hedžinga (na primer, sporazum o budućim kamatnim stopama).

Pored fjučersa, opcije su se pojavile na međunarodnom tržištu, takodje, početkom osamdesetih godina. Danas, na međunarodnom tržištu daleko najveći značaj i zastupljenost imaju opcije na eurofjučerse. Kupovina kol opcije na eurofjučerse daje kupcu opcije pravo, ali ne i obavezu, da kupi eurofjučers ugovor po unapred određenoj ceni. Prodaja put opcija na eurofjučerse omogućava kupcu opcije prodaju eurofjučers ugovora po unapred utvrđenoj ceni.

Najčešće korišćene opcije na međunarodnom tržištu su sa prosečnom stopom (*average rate option*) i opcije na korpu finansijskih instrumenata (*basket options*). Pri tom, opcije sa prosečnom stopom umesto efektivne stope (kamatne stope u slučaju kamatnih opcija ili kursa u slučaju deviznih opcija) na dan izvršenja

<sup>12</sup> Eurofjučersima trguje se na niz svetskih berzi: Evropskoj (*European Futures and Options Markets, EUREX*), Tokijskoj (*Tokyo International Financial Futures Exchange, TIFFE*), Singapurskoj (*Singapore International Monetary Exchange, SIMEX*), Pariskoj (*Marche a Terme International de France, MATIF*), Hongkonškoj (*Hong Kong Futures Exchange, HKFE*), Dablinskoj (*Irish Futures and Options Exchange, IFOE*) i Barselonskoj (*Mercado Espanol de Futuros Financieros, MEFF*).

opcija koriste prosečnu stopu u periodu važenja opcija. Na taj način tržišni subjekti štite se od neočekivanih promena kamatnih stopa ili kurseva na dan izvršenja opcija. Takodje, na međunarodnom tržištu često se koriste i opcije na korpu finansijskih instrumenata. One omogućavaju investitoru da se zaštiti od rizika, kupovinom, umesto niza pojedinačnih opcija, jedne opcije za više finansijskih instrumenata.<sup>13</sup> Na taj način, očekivani rizik portfolija manji je od zbira individualnih rizika. To, u krajnjoj liniji, rezultira u nižoj ceni opcija.

Na međunarodnom tržištu finansijskih derivata obavljaju se i poslovi valutnog svopa. Kod valutnog svopa, fiksna kamata izražena u jednoj valuti zamenjuje se fiksnom kamatom u drugoj valuti. Podsticaj za razvoj tržišta svopova nastao je kao posledica izbegavanja poreza prilikom finansiranja filijala u inostranstvu. Finansiranje filijale iz matične zemlje kompanije podrazumevalo je plaćanje poreza prilikom kupovine inostrane valute. Da bi izbegla ovaj trošak, kompanija je nalazila partnera u inostranstvu, koji je odobravao zajam filijali u lokalnoj valuti. Za uzvrat kompanija je u istom iznosu finansirala partnerovu inostranu filijalu.

Pojava svop poslova na međunarodnom tržištu kapitala uslovljena je nedovoljnom i neblagovremenom informisanošću pojedinih kompanija. Evidentno je da kompanije bolje poznaju i lakše procenjuju domaće tržište od međunarodnog tržišta. Zato su troškovi zaduženja na međunarodnom tržištu viši nego što kompanija po kreditnom rejtingu zaslužuje. Kao što je poznato, to je u suprotnosti sa hipotezom o efikasnim tržištima. Na savršeno globalizovanom tržištu ne postoje odstupanja od efikasnog tržišnog mehanizma usled različitih transakcionih troškova, regulacije, poreza i slično. Troškovi zaduživanja treba da su jednaki, bez obzira da li se radi o domaćem ili inostranom tržištu. S tim u vezi, svop poslovi dokaz su nesavršenosti međunarodnog tržišta kapitala.

Ekspanzija derivata u poslednjih desetak godina odnosi se na ugovore koji u svojoj osnovi imaju kamatne stope (fjučersi na kamatne stope, opcije na kamatne stope, svopovi kamatnih stopa) i berzanske indekse (fjučersi na berzanske indekse i opcije na berzanske indekse). Izvesno zaostajanje u broju emitovanih ugovora može se uočiti kod valutnih derivata. Faktori koji podstiču globalizaciju tržišta finansijskih derivata su: otvaranje novih berzi, uvođenje novih finansijskih tehnika i širenje globalnih tokova finansijskih transakcija.

Potresi na pojedinim berzama (pre svih, berzama akcija) donose značajne gubitke trgovini finansijskim derivatima. U nameri da smanje ili izbegnu rizike uzrokovane promenama, pre svega, kamatnih stopa učesnici na tržištu derivata

<sup>13</sup> Na primer, izvoznik koji želi da se zaštiti od promene kursa valuta koje učestvuju u deviznom prilivu može, umesto niza pojedinačnih ugovora za svaku valutu, kupiti opciju na portfolio valuta.

(berzi i vanberzanskom prometu) kreiraju nove finansijske instrumente. Njihova uloga na tržištu derivata je smanjenje rizika i povećanje prinosa portfolija hartija od vrednosti. Na berzama se uvode brojne strukturne hartije od vrednosti, varanti, valutni instrumenti prilagodjeni konkurenciji na OTC tržištima i slično. Oni nude korisnicima različite valutne kombinacije, veličine ugovora, cene izvršenja i datume obračuna. Posebno popularni su varanti na berzanske finansijske instrumente i varanti na akcije na tržištima zemalja u razvoju.<sup>14</sup> Ove instrumente kupuju institucionalni investitori, koji nemaju averziju prema riziku, to jest koji prihvataju veću izloženost riziku.

Brojni tržišni učesnici razvili su, devedesetih godina prošlog veka, finansijske instrumente, koji imaju slične karakteristike derivativnim hartijama od vrednosti. Na primer, "ugovori na razlike" u prinosima između pojedinih vrsta finansijskih instrumenata. Oni uključuju izmenu strane plaćanja u zavisnosti od karakteristika osnovne finansijske aktive. Ponudjeni su na tržištu Velike Britanije, kao sredstvo za premošćavanje ograničenja za akcije na strani kratke prodaje. Na američkim tržištima pojavili su se "ugovori na razlike" u prinosima između kamatnih stopa na hartije Trezora i eurodolarskih kamatnih stopa.

Pored razvoja novih struktura hartija od vrednosti, ekspanzija finansijskih derivata doprinosi i formiranju trgovačkih saveza. Njih pretežno forsiraju evropske berze. Stvaranje trgovačkih saveza omogućava ujednačavanje poslovne prakse i poboljšanje poslovne saradnje između berzi. To u osnovi ima za rezultat smanjenje sistemskog rizika, koji latentno pretilo efikasnom poslovanju tržišta finansijskih derivata. U tom cilju, razvijaju se nove, standardizovane, tehnike upravljanja rizikom, čija je uloga predviđanje i disperzija rizika.

Jedan od načina zaštite tržišnih učesnika od rizika na tržištu derivata podrazumeva jačanje tržišne discipline i transparentnosti tržišta. U tom smislu, javnim saopštavanjem izloženosti riziku, može se smanjiti rizik preteranog reagovanja. Centralne banke i monetarne vlasti razvijenih tržišta kapitala, u nastojanju da dodju do tačnih podataka o veličini, strukturi i distribuciji rizika, periodično sprovode kontrolu aktivnosti na tržištu finansijskih derivata. Osim toga, međunarodni kontrolori nastoje da razviju i prošire kriterijume adekvatnosti kapitala za finansijske derivate. Međutim, razlike interesa i tradicija pojedinih

<sup>14</sup> Prema tržišnim izvorima, broj novih javnih emisija varanata na akcije, valute i fjučerse na kamatne stope i berzanske indekse porastao je, prosečno godišnje, za oko 40%. Harvey, C., (1999), "The Risk Exposure of Emerging Equity Markets", The World Bank Economic Review, No. 7 (1), p. 18.

tržišta onemogućile su zaključivanje opšteg sporazuma o trgovini finansijskim derivatima na međunarodnom tržištu kapitala.<sup>15</sup>

### Zaključak

Postavlja se pitanje koji su motivi prodaje i kupovine euroobveznica? Kupci obveznica nemaju mogućnost da nadgledaju poslovanje emitenta sve dok se glavnica ili kamata redovno isplaćuje. Investitori izbegavaju kupovinu euroobveznica nepoznatih kompanija, čije ime ne garantuje potpunu sigurnost investicija. Takođe, bitno obeležje ovog segmenta međunarodnog tržišta kapitala je odsustvo oporezivanja prihoda od kamate. Pošto je identitet investitora na ovom tržištu zaštićen, postoji mogućnost neprijavlivanja prihoda od kamate. Povoljan poreski tretman može predstavljati motiv kupovine euroobveznica.

Poslednjih godina vodeću ulogu na tržištu euroobveznica preuzimaju institucionalni investitori (penzioni fondovi, fondacije i zadužbine). Oni su oslobođeni plaćanja poreza. Tako, povoljan poreski tretman predstavlja potreban ali ne i dovoljan uslov ekspanzije eurotržišta. Dovoljan uslov da se eurotržište razvija može da predstavlja činjenica da ono nudi veliki broj raznovrsnih emitenata, pouzdane i efikasne sisteme obračuna i plaćanja i mnoštvo visoko kvalitetnih i eminentnih investitora.

Kriza globalne ekonomije, čiji je sam vrh ledenog brega slom tržišta akcija, u velikom stepenu pogadja blokiranu mrežu gigantskih osiguravajućih i reosiguravajućih kompanija, investicionih i komercijalnih banaka, koje dominiraju na međunarodnim tržištima akcija. Pad vrednosti svih vodećih svetskih tržištima akcija od 2000. godine do danas devastirao je sektor osiguranja. Sa padom vrednosti tržišta akcija, smanjuje se sposobnost investicionih kompanija da isplaćuju buduće zahteve za pokrivanje nastalih šteta. Na taj način ceo lanac osiguranja izložen je opasnosti (destabilizacija osiguravajućih kompanija najjače je izražena u SAD, Nemačkoj i Japanu).

Na kraju, tržišta derivata, i pored prevelikog preuzimanja rizika, izdržala su mnogobrojne potrebe na berzama, uzrokovane finansijskim krizama. To je rezultiralo u nagloj ekspanziji tržišta derivata, jačanju unutrašnje kontrole i povećanju efikasnosti njegovog funkcionisanja. Danas, tržišta finansijskih derivata, beleže povećanje obima finansijskih transakcija u globalnom sistemu finansiranja.

<sup>15</sup> Petrović, P., (2001). Globalizacija tržišta finansijskih derivata, Finansije, broj 5-6, Beograd, str. 498.

### Literatura

1. Kay, J., (2002). The International Assets of Stock Exchanges, Annual Report, London.
2. Mark, N. C., (2001). International Macroeconomic and Finance, Blackwell Publisher, Oxford.
3. Valdez, S., (2000). An International to Global Financial Markets, Macmillan Business, London.
4. Vračarić, V., (2002). Globalizacija finansijskih tržišta i evropsko finansijsko tržište, Finansije, broj 5-8.