

Dr. sc. ZORAN IVANOVIĆ, izvanredni profesor  
Hotelijskog fakulteta u Opatiji

## ANALIZA FINANCIJSKOG SUSTAVA

UDK: 336.7:657.3:658.14/.7

Primljeno: 11. 11. 1994.

Pregledni članak

Ovim člankom želi se predočiti široka problematika financiranja poslovanja i razvoja poduzeća u uvjetima razvijenog tržišta novca i kapitala. Posebni naglasak dan je na oblikovanje strukture kapitala, i to korištenjem brojnih mogućnosti koje se pružaju financijskom manageru u suvremenom financijskom okruženju. Baš to okruženje omogućuje veliku fleksibilnost pri modeliranju raznih optimalnih struktura kapitala poduzeća.

Ključne riječi: financijski sustav, jedinica sa novčanim suficitom, jedinica sa novčanim deficitom, NOW račun, diverzifikacija, financijsko tržište

### 1. UVOD

Ovaj rad predstavlja analizu komponenti financijskog sustava. Uloga financijskog sustava je da prikuplja slobodna novčana sredstva na svim razinama gospodarskog sustava i da ih djelotvorno preraspodjeljuje u profitabilna dugoročna, srednjoročna ili kratkoročna financijska ulaganja. Protok i korištenje slobodnih financijskih sredstava vrlo su zamršeni, budući da u mnogim slučajevima štetiše daju gotovinu kao kredit financijskim posrednicima, koji tako primljena slobodna financijska sredstva replasiraju u razne investicijske mogućnosti. Protok novčanih sredstava važan je za gospodarski sustav, jer što je veći protok i djelotvornija preraspodjela novčanih sredstava, to je veća uslužnost individualnih prednosti i veći društveni proizvod. U ovom radu istražuje se priroda protoka novčanih sredstava u gospodarstvu, opisuju tipovi financijskih institucija, istražuju razna financijska tržišta i raspravlja o nekim mogućim inovacijama od utjecaja na financijski sektor.

### 2. PROTOK FINANCIJSKIH FONDOVA UNUTAR EKONOMSKIH SEKTORA

Sve ekonomske jedinice mogu se razvrstati u jednu od sljedećih grupa: (1) domaćinstva, (2) poslovne tvrtke ili (3) država. Svaka od ovih jedinica mora raditi u okviru ograničenog nametnutog proračuna (budžeta), uzimajući u obzir ukupna svoja financijska primanja i izdvajanja za određeno promatrano vremensko razdoblje. Tipična domaćinstva imaju novčane primitke u obliku nadnica i plaća i snose financijske izdatke za razne proizvode, usluge i sl. Poduzeća prodaju robu i pružaju usluge domaćinstvima, ostvarujući određene novčane primitke, a izdaci su namijenjeni za nadnice i plaće te za ostale troškove nastale prilikom proizvodnje

nekoq proizvoda ili prilikom pružanja određenih usluga. Država stječe svoje novčane primitke od raznih poreza i taksa, te stvara razne novčane izdatke poput zdravstva, socijalnih službi, obrazovanja, vojske, policije i sl.

U određenom razdoblju bilo koja ekonomska jedinica može imati jednu od tri pozicije proračuna: 1) uravnoteženi - kad su novčani primici jednaki izdacima, 2) višak - kada novčani primici za određeno razdoblje premašuju novčane izdatke ili 3) proračun u deficitu - kada novčani izdaci za određeni period premašuju primitke. Financijski sustav zaokupljen je povezivanjem kupovnih moći jedinica sa novčanim suficitom s jedinicama sa novčanim deficitom. Transfer se može izvršiti ako jedinica sa novčanim suficitom prihvaća dužnika koji se nalazi u jedinici sa novčanim deficitom. Dugovanje je pismeno obećanje kojim se dužnik obavezuje davaocu određenog financijskog iznosa na povrat primljene novčane sume, uvećane za određeni kamatni iznos, do datuma određenog u budućnosti; formalniji naziv je financijsko dugovanje.

Primjeri financijskog dugovanja su obveznice, hipoteke, mjenice, uvjerenja o depozitima i komercijalni papiri. Jedinica koja iskazuje deficit financijskih iznosa je pasiva; jedinica koja iskazuje višak financijskih iznosa je aktiva. Dakle, ukupna financijska potražnja koja je izvedena u određenom gospodarstvu mora se izjednačiti sa sveukupnom financijskom aktivom.

Domaćinstva su najveći dobavljači novčanih sredstava financijskog tržišta. Financijske institucije također su važni dobavljači novčanih sredstava, iako njihov neto položaj nije velik u odnosu na domaćinstva. Razlog tomu je njihova uloga financijskih posrednika. To jest, institucije otkupljuju novčana sredstva od drugih u obliku zajmova ili financijskih uloga. Na taj način, domaćinstva obično ne investiraju direktno na tržištima kapitala, već ulažu preko depozitnih financijskih institucija, kao što su komercijalne banke, financijska udruženja, štedionice, osiguravajuća društva. Na deficitnoj strani, država i nefinancijske korporacije (udruženja) konzekventno su ogromne deficitne novčane jedinice. Mnoge države nastoje se svojim aktivnostima približiti uravnoteženom proračunu, međutim, one znaju u cjelini biti i značajne deficitne jedinice.

### **3. TRANSFER FONDOVA IZ JEDINICA ZA VIŠAK POTROŠNJE U DEFICITNE JEDINICE**

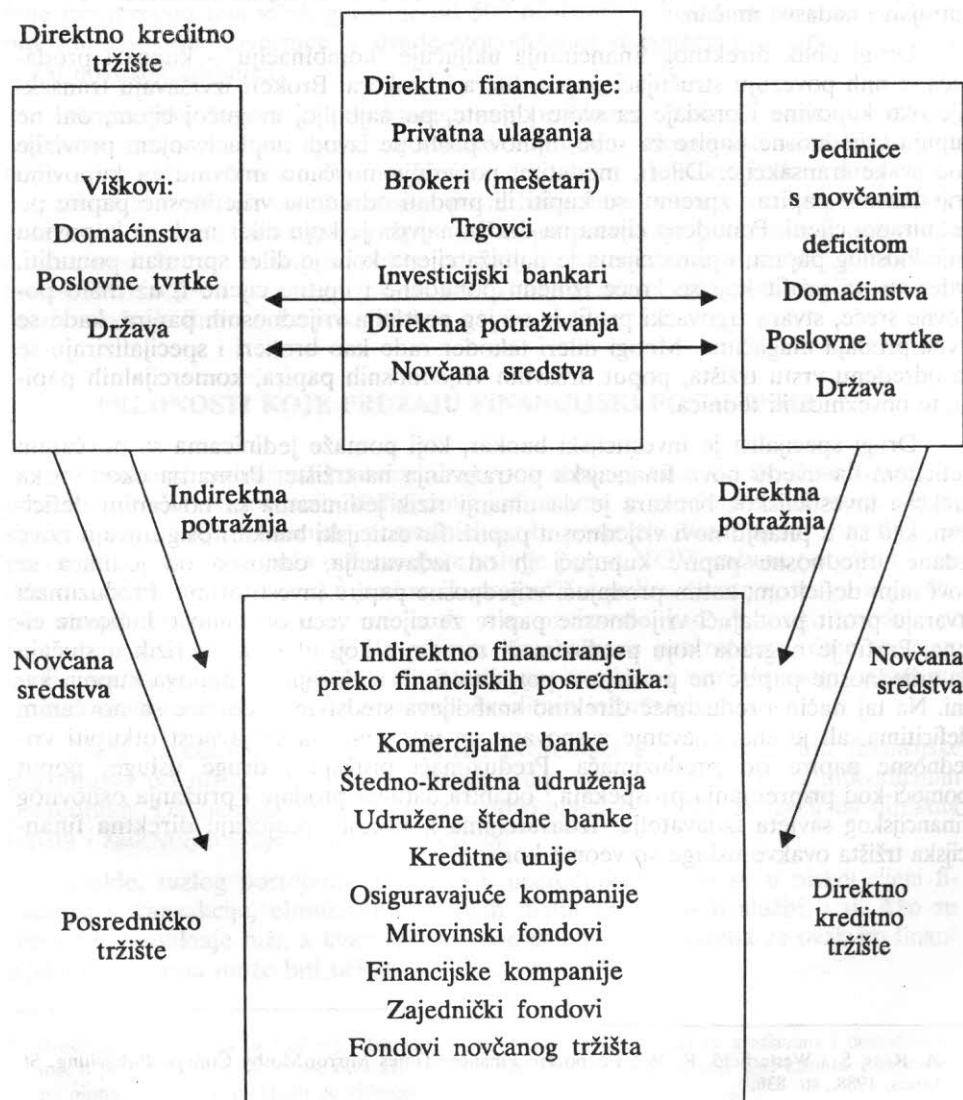
Kao što je navedeno, svrha financijskog sustava je da olakša transfer slobodnih novčanih sredstava iz jedinica sa novčanim suficitom u jedinice s novčanim deficitom na najefikasniji mogući način. Efikasnost zahtijeva raznoliko kanaliziranje financijskih tehnika, a moderni financijski sustavi imaju brojne financijske kanale, kao što su (1) direktno financiranje i (2) indirektno financiranje.

#### **3.1. Direktno financiranje**

Kod direktnog financiranja, jedinica sa novčanim suficitom daje novac jedinici sa novčanim deficitom, u zamjenu za financijske zahtjeve, a to je zarada u obliku kamata ili dividende. Mada će neke treće osobe pokušati olakšati razmjenu, jedinice sa novčanim suficitom i jedinice sa novčanim deficitom rade direktno jedna s drugom. Na primjer, poslovanje s viškom gotovine (jedinica sa novčanim sufi-

citom) otkupljuje komercijalne papire koje izdaje određena korporacija (jedinica sa novčanim deficitom). Iako direktna kreditna tržišta povećavaju efikasnost financijskog sistema, problem kod ovog tipa financiranja je da financijska potražnja kojoj jedinica sa novčanim suficitom žele ponuditi svoja novčana sredstva možda neće odgovarati tipu potražnje koju jedinica sa novčanim deficitom želi otkupiti. Unatoč svemu, direktne transakcije na financijskom tržištu široko se koriste. Na direktnom tržištu većina prodaja su transakcije na veliko (veliki novčani iznosi), a sudionici su sofisticirani zajmodavci koji su upoznati s intrigama na financijskom tržištu.

Prikaz 1: Transfer novčanih sredstava iz jedinica s novčanim suficitom u jedinice s novčanim deficitom



Okvir na sredini ovog prikaza pokazuje protok financijskog potraživanja između jedinica sa novčanim deficitom na direktnom tržištu; također otkriva neke od sudionika koji pomažu pri transferu novčanih sredstava na direktnom kreditnom tržištu.

Najjednostavniji oblik direktnog financiranja je privatno ulaganje novčanih sredstava. Na ovom tržištu jedinica sa novčanim deficitom, poput korporacije, nudi čitav niz vrijednosnih papira, direktno, jednoj instituciji ili manjoj grupi institucija. Privatna ulaganja nastaju na jednostavan način, brzo, s malim brojem legalnih procedura u usporedbi s pitanjima novih prodaja na javnom tržištu, koja su često strogo regulirana. Na primjer, privatna ulaganja su oslobođena registracije kod Komisije za registraciju vrijednosnih papira, to je proces koji može biti skup, dugotrajan i nadasve mučan.

Drugi oblik direktnog financiranja uključuje "kombinaciju" - kupca i prodavača, a njih povezuju stručnjaci poput dilera i brokera. Brokери izvršavaju transakcije oko kupovine i prodaje za svoje klijente, po najboljoj mogućoj cijeni; oni ne kupuju vrijednosne papire za sebe, njihov profit se izvodi naplaćivanjem provizije kod svake transakcije. Dileri, međutim, posjeduju novčanu imovinu za kupovinu vrijednosnih papira i spremni su kupiti ili prodati određene vrijednosne papire po definiranoj cijeni. Ponuđena cijena na dražbi najviša je koju diler nudi za kupovinu vrijednosnog papira; upitna cijena je najniža cijena koju je diler spreman ponuditi. Diler stvara profit koji se kreće između ponuđene i upitne cijene i, uz malo poslovne sreće, stvara trgovački profit iz svojeg portfelja vrijednosnih papira, kada se izvrši prodaja ulagačima. Mnogi dileri također rade kao brokери i specijaliziraju se za određenu vrstu tržišta, poput državnih vrijednosnih papira, komercijalnih papira, te obveznica ili dionica.

Drugi specijalist je investicijski bankar, koji pomaže jedinicama sa novčanim deficitom da uvedu nova financijska potraživanja na tržište. Primarna ekonomska funkcija investicijskog bankara je da umanjí rizik jedinicama sa novčanim deficitom, kad su u pitanju novi vrijednosni papiri. Investicijski bankari osiguravaju nove izdane vrijednosne papire kupujući ih od izdatelja, odnosno od jedinica sa novčanim deficitom; zatim prodajućí vrijednosne papire investitorima. Preduzimači stvaraju profit prodajućí vrijednosne papire za cijenu veću od njihove kupovne cijene. Profit je nagrada koju preduzimači zarade, a koji uključuje i rizik u slučaju da vrijednosne papire ne prodaju u potpunosti, ili u slučaju da njihova kupnja kasni. Na taj način preduzimač direktno snabdijeva sredstvima jedinice sa novčanim deficitima, ali je snabdijevanje zasnovano na uvjerenju da će javnost otkupiti vrijednosne papire od preduzimača. Preduzimači pružaju i druge usluge, poput pomoći kod pripremanja prospekata,<sup>1</sup> odabira datuma prodaje i pružanja osnovnog financijskog savjeta izdatelju. Izdateljima koji često posjećuju direktna financijska tržišta ovakve usluge su veoma korisne.

<sup>1</sup> A. Ross, S. i Westerfield, R. W.: Corporate Finance, Times Mirror/Mosby College Publishing, St. Louis, 1988., str. 836.

### 3.2. Indirektno financiranje

Indirektno financiranje stupa na snagu ako financijski posrednici igraju ulogu u fondovima kanaliziranim od jedinica s novčanim suficitom do jedinica sa novčanim deficitom. U financijske posrednike ubrajaju se tvrtke za životno osiguranje, komercijalne banke, štedno-kreditne banke, mirovinski fondovi, zajednički fondovi, kreditne unije. Ovi financijski posrednici nastoje riješiti probleme koji se mogu pojaviti oko direktnog financiranja. Specifično, potražnja jedinica sa novčanim deficitom mora dozrijeti, biti kategorizirana i imati veličinu tako da jedinice sa novčanim suficitom budu spremne na kupnju emitiranih vrijednosnih papira. U protivnom, moguće je da se transakcija ne obavi. Na primjer, domaćinstvo koje privremeno ima višak gotovine od 500 novčanih jedinica, vjerovatno neće kupiti municipalnu obveznicu s dvadesetogodišnjim dospijecem u iznosu od npr. 5.000 novčanih jedinica.

Financijski posrednici preobražuju ove probleme prodajući svoja vlastita potraživanja javnosti, stvarajući zajedničke fondove, otkupljujući financijska potraživanja od jedinica sa novčanim deficitom. Karakteristike financijskih potraživanja kupljenih od financijskih posrednika mogu osjetno varirati. Financijski posrednici važni su za ukupno gospodarstvo, jer pretvaraju potraživanja jedinica sa novčanim deficitom u željene oblike od jedinica sa novčanim suficitom. Donja polovica PRIKAZA 1 pokazuje protok novčanih sredstava kroz posredničko tržište i otkriva važnije financijske posrednike.

## 4. PREDNOSTI KOJE PRUŽAJU FINANCIJSKI POSREDNICI

Financijski posrednici transformiraju potraživanja tako što ih učine atraktivnijima jedinicama sa novčanim deficitom i jedinicama sa novčanim suficitom. Da ne služe ovoj funkciji, financijski posrednici ne bi postojali. Financijski posrednici su poslovne tvrtke koje pružaju financijske usluge poput NOW računa (negotiable order of withdrawal account),<sup>2</sup> poslovnih prosudbi i polica životnog osiguranja. Poput drugih poslovnih tvrtki, oni nude ove proizvode kad ih mogu prodati po cijenama od kojih se očekuje da pokriju sve troškove proizvodnje. One to mogu učiniti jer mogu postići opsežnu ekonomiju proizvodnje i zato jer mogu reducirati trošak transakcije angažirane u traženju kreditnih informacija.

Zbog navedenih razloga, financijski posrednici često omogućuju financijske pogodnosti po nižim cijenama od raznih individualnih aktivnosti ili individualnih posrednika. Da nemaju te mogućnosti, individualci ili tvrtke bi izašli na direktna tržišta i zadovoljili svoje financijske potrebe.

Dakle, razlog postojanja financijskih posrednika sastoji se u niskoj cijeni financijske transakcije, eliminiranju mnogih malih financijskih službi, i sl. Ako su troškovi transakcije niži, a kvantitet pružene usluge viši, potreba za ovakvim financijskim uslugama može biti učinjena i od samog korisnika.

---

2 Predstavlja kombinaciju štednog i transakcijskog računa. Namijenjeni su građanima i domaćinstvima, u poduzećima se ne mogu otvarati. NOW računi su štedni računi koji nose kamatu. Sredstvima na njima može se raspolagati po viđenju.

Prilikom omogućavanja financijskih pogodnosti, posrednici pružaju četiri osnovne usluge.

Prvo, posrednici su u mogućnosti ponuditi široki raspon financijskih transakcija. Prikupljajući i udružujući novčana sredstva individualnih ušteda, financijski posrednici su u mogućnosti ulagati direktne vrijednosne papire. Ova funkcija je od posebne važnosti za štedište koji nemaju dovoljno novca da kupuju u velikim lotovima<sup>3</sup> vrijednosne papire koji se prodaju na direktnim financijskim tržištima.

Druga pogodnost očituje se u fleksibilnosti financijskog dozrijevanja. Financijski posrednici sakupljaju novčana sredstva s kratkoročnim dospijanjem i pretvaraju ih u dugoročne financijske plasmane. Na taj je način dozrijevanje financijskih potraživanja jedinica sa novčanim deficitom i jedinica sa novčanim suficitom postaje atraktivnije jer su radili s financijskim posrednikom, a ne direktno jedni s drugima.

Treća vrst pogodnosti jest diverzifikacija rizika. Posrednici otkupljuju vrijednosne papire promjenljivog rizika i povrata koje nude štedišama, a zasnivaju se na diverzifikacijskom portfoliju.

I četvrta prednost posrednika jest likvidnost. Posrednik nudi potraživanja koja se lako mogu pretvoriti u gotovinu. Konačna jedinica sa novčanim deficitom koja posuđuje od posrednika nije u mogućnosti pružiti ovakvo obećanje. Udruživanje novčanih sredstava od brojnih jedinica sa novčanim suficitom podvlači sposobnost financijskih posrednika da pružaju likvidna potraživanja.

## 5. FINANCIJSKI POSREDNICI U GOSPODARSTVU

Veliki broj financijskih posrednika postoji u gospodarstvu. Oni su izrazito različiti, ali svi imaju i jednu zajedničku funkciju. Oni kupuju potraživanja s jednim skupom karakteristika iz jedinica sa viškom novčanih sredstava, a zatim prodaju financijska potraživanja, s drukčijim skupom financijskih karakteristika.

Posrednici se razvrstavaju na: 1) posrednike za depozitne vrste financijskih ulaganja, 2) institucije ugovorne štednje, 3) druge vrste financijskog posredništva. Svaka od ovih institucija ima važne financijske karakteristike.

### 5.1. Depozitne institucije

Financijske institucije za ulaganja su najjednostavniji priznati posrednici zato jer mnogi ljudi s njima ugovaraju na redovit način. Za ove institucije tipčno je da postavljaju pitanje raznolikosti kontrolnih i vremenskih depozita i da koriste novčana sredstva za stvaranje korisničkih i poslovnih prosudbi na temelju hipotekarnog zalaganja. Depozitni računi osigurani su od državne agencija za osiguranje. Mnogi depozitni računi također su i likvidni zbog toga što se novčana sredstva

---

3 Tzv. round lots od uobičajenih 100 dionica. Vidjeti J. Hampton, *Financial Decisions Making, Concepts, Problems & Cases*, drugo izdanje, Reston Publishing Company, Reston, Virginia, 1979., str. 488.

moгу povući za veoma kratko vrijeme. Često na zahtjev ili se lako mogu prodati na drugorazrednim financijskim tržištima.

### 5.2. *Komercijalne banke*

Komercijalne banke su najveći i najrazličitiji posrednici u rasponu zadržava-nih aktiva i plasiranih stavaka pasive. Njihove stavke pasive nalaze se u obliku kontrolnih računa i vremenskih depozita. Na strani aktive komercijalne banke stvaraju široki raspon posudbi zainteresiranim korisnicima. Kao dodatak, banke ili njihova "banka majka" za poduzeća imaju formirane odjele za pologe, nude neke brokerske usluge, pružaju određene tipove osiguranja, daju kredite na osnovu životnog osiguranja, rukovode kompanijama koje se bave čistim financijskim odno-sima i hipotekarnim kreditima, te lizing kompanijama. Konačno, komercijalne ban-ke su jedan od najbolje reguliranih financijskih posrednika, zbog svoje vitalne uloge u provedbi monetarne politike.

### 5.3. *Štedno-kreditna udruženja*

Udruženja za uštede i posudbe su visoko specijalizirane institucije koje aku-muliraju ušteđevinu svojih članova i stvaraju NOW račune formirajući na taj način vremenske depozite; oni koriste sve ove fondove za stvaranje stambenih kredita na osnovi hipoteke. U stvari, štedno-kreditna udruženja ili zadruge specijaliziraju se za posudbe malih novčanih iznosa, kratkoročno, i za dugoročno posuđivanje na osnovu kolateralnog jamstva. Ovaj način poslovanja poznat je u financijskim kru-govima kao zrela kategorija posredništva.

Suvremena deregulacija, međutim, sada dopušta štedno-kreditnim udruženji-ma da stvaraju limitarnu količinu novčanih posudbi svojim korisnicima. Jedna od motivacija za ovu deregulaciju zasniva se na smanjenju rizika kamatne stope, omo-gućavanju vremenskog roka za bolju uskladbu vremenskih dospijea dužnikove ak-tive i pasive, i sl. Štedno-kreditna udruženja predstavljaju značajne financijske posrednike u suvremenom gospodarstvu.

### 5.4. *Udružene štedne banke*

Udružene štedne banke slične su štedno-kreditnim udruženjima. I jedni i drugi prikupljaju većinu svojih novčanih sredstava u obliku NOW računa te kori-sničkih vremenskih depozita, te vrše investiranje uglavnom u stambene hipotekar-ne kredite ali i u obveznice poduzeća ili zadužnice koje izdaju vlade. Suvremena deregulacija također je raširila poslovnu moć aktive i pasive udruženih štednih ba-naka. Tako su korisniku udružene banke i štedno-kreditna udruženja slične institu-cije, iako neke tehničke razlike postoje.

### 5.5. *Kreditne unije*

Kreditne unije su male, neprofitabilne korisničke institucije koje su potpuno u vlasništvu svojih članova.

Primarne stavke pasive kreditne unije su kontrolni računi (zovu se i nacrtne dionice) i računi štednje (zovu se još i dionički računi); njihova ulaganja gotovo u cjelini se sastoje od kratkoročnog poslovanja korisničkih posudbi. Suvremena deregulacija pruža mogućnost kreditnim unijama da stvaraju limitiranu količinu dugoročnih hipotekarnih kredita. Kreditne unije organiziraju korisici zajedničkim vezama, kao što su namještenici određene tvrtke ili unije. Za korištenje bilo koje usluge kreditne unije, zajednice - na primjer novčane posudbe - potrebno je da pojedinac bude član te zajednice. Konačno, zahvaljujući njihovoj kooperativnoj prirodi, kreditnim unijama omogućava se i preferencijalno oporezivanje neto prihoda.

## 6. INSTITUCIJE ZA UGOVORNU ŠTEDNJU

Institucije za ugovornu štednju prikupljaju novčana sredstva u okviru dugoročnih ugovornih uređenja i investiraju ih na tržištu kapitala. Tvrtke koje spadaju u ovu kategoriju su osiguravajuća društva (za životno osiguranje i protiv nezgoda) i mirovinski fondovi. Ove institucije okarakterizirane su sa relativno stabilnim pritjecanjem novčanih sredstava iz ugovornih obveza s osiguranicima i sudionicama mirovinskih fondova. Tako pitanje solventnosti nije problem ovim financijskim institucijama, a rezultat je njihova mogućnost da ulažu u takva dugoročna osiguranja kao što su obveznice, a u nekim slučajevima i u dionice.

### 6.1. Kompanije za životno osiguranje

Kompanije za životno osiguranje pribavljaju novčana sredstva prodajući police životnog osiguranja koje štite od gubitaka dohotka u slučaju smrti ili u slučaju odlaska u mirovinu. Budući da kompanije za životno osiguranje imaju predvidljive dotoke novčanih sredstava, i njihovi protoci su također predvidljivi, u mogućnosti su da prvenstveno investiraju u povodljivije, dugoročne stavke aktive, kao što su obveznice i dionice. Kompanije za životno osiguranje su regulirane od strane države i u usporedbi s institucijom depozitnog tipa, njihova regulacije nije pooštreana. Unatoč smanjenoj državnoj regulaciji, kompanije za životno osiguranje suočene su sa najnižom stopom rasta od bilo kojeg važnijeg finacijskog posrednika.

### 6.2. Kompanije za osiguranje od nezgoda

Kompanije za osiguranje od nezgoda prodaju mogućnost zaštite od gubitaka vlasništva (posjeda) u požarima, od krađe, nezgode, nemara i drugih uzroka koji se mogu predvidjeti. Glavni izvori novčanih sredstava za ove tvrtke su premije koje se naplaćuju policama osiguranja.

Budući da novčani tok na potraživanja kompanija za osiguranje od nezgoda nije predvidiv poput onog kompanija za životno osiguranje, kompanije za osiguranje imaju veću proporciju svojih stavaka aktive na kratkoročnim, povoljnim tržišnim osiguranjima. Za pokretanje manjih novčanih povrata koji su tipično proizvedeni ovakvim investiranjem kompanije za osiguranje od nezgoda vrlo mnogo ulažu u vrlo likvidne vrijednosne papire. Također, budući da se kompanije za osiguranje od nezgoda oporezuju punom stopom oporezivanja za korporacije, po-



sjeduju određenu količinu municipalnog osiguranja da štite njihove dohotke od državnih poreza na dohodak.

### 6.3. Mirovinski fondovi

Mirovinski fondovi prikupljaju novčana izdvajanja od poslodavaca i zaposlenih tijekom radnog vijeka, a zatim pružaju mjesečni dohodak nakon odlaska u mirovinu. Budući da su novčani priljevi u mirovinske fondove dugoročni, a novčani tokovi veoma predvidljivi, mirovinski fondovi u mogućnosti su da investiraju (ulažu) u dugoročna, popustljivija osiguranja, poput obveznica i vrlo likvidnih vrijednosnih papira. Potreba za mirovinskim fondovima i uspjeh njihovog organiziranog rada u pregovaranju dovodi do čudesnog rasta privatnih mirovina kao i državnih mirovinskih fondova.

## 7. DRUGI TIPOVI FINANCIJSKIH POSREDNIKA

Posljednja, sveobuhvatna kategorija, uključuje financijske institucije koje ispunjavaju tradicionalnu financijsko-posredničku ulogu, ali one imaju i drugačije poslovne karakteristike.

### 7.1. Financijske kompanije

Financijske kompanije djeluju na način da obavljaju posudbe građanima i manjim poduzećima; za komitente financijskih kompanija je tipično da financijski lošije stoje za razliku od komitenata banaka. Za razliku od depozitnih institucija, financijske kompanije ne obuhvaćaju financijska ulaganja na štednju od svojih komitenata; oni pribavljaju svoje novčana sredstva putem emitiranih komercijalnih papira ili posuđuju novčana sredstva od komercijalnih banaka.

Postoje tri osnovna tipa financijskih kompanija; 1) financijske kompanije koje se specijaliziraju za posudbe na otplate domaćinstvima; 2) poslovne financijske kompanije koje su specijalizirane u posudbama mnogim tipovima poslovanjima; i 3) financijske kompanije za financiranje prodaje, koje financiraju proizvode što ih prodaju trgovci na malo.

Financijskim kompanijama propise o poslovanju donosi država. Ovi propisi su prvenstveno usmjereni na financijske transakcije koje vrše korisnici, a govore o uvjetima posudbi, naplaćenim otplatama i načinima prikupljanja financijskih sredstava. S obzirom na ograničena poslovna pravila i rastuću konkurenciju komercijalnih banaka, stopa rasta financijskih kompanija mnogo je usporenija.

### 7.2. Zajednički fondovi

Zajednički fondovi prodaju obligatorne dionice ulagačima i koriste prikupljena novčana sredstva za kupnju dionica, obveznica i burzovnih vrijednosnih papira. Kao posrednici, nastoje se specijalizirati za pojedine vrijednosne papire i smanjiti poslovni rizik prilikom svakog posredovanja. Prednost zajedničkih fondova nad direktnim ulaganjima je omogućavanje ulagačima skromnih novčanih svota da: 1)

umanje rizik financijskog ulaganja od diverzifikacije; 2) smanje cijenu poslovne transakcije; 3) dobiju određene prednosti prilikom financijskog razmišljanja od profesionalnog rukovodstva. Zajednički fondovi obično su specijalizirani za posebne sektore na tržištu i za posebni tip pravnih pokrića. Rast zajedničkih fondova blisko je praćen rastom tržišta burzovnih vrijednosnih papira.

### 7.3. Zajednički fondovi novčanog tržišta

Zajednički fondovi novčanog tržišta pojavili su se na financijskoj sceni tijekom ranih sedamdesetih godina. Oni su specijalizirani za kratkoročne plasmane s malim rizikom poslovnog neuspjeha, poput državnih kratkoročnih obveznica ili plativim certifikatima o položenom depozitu koje izdaju najveće komercijalne banke te visoki vrijedni komercijalni papir. Ovi vrijednosni papiri izdaju se na direktnom kreditnom tržištu i tipična je prodaja u vrlo visokim novčanim iznosima, tako da mnogi ulagači nisu u mogućnosti da ih direktno otkupljuju. Zbog toga zajednički fondovi novčanog tržišta pronalaze ulagače koji imaju male novčane iznose, s prilikom da zarade tržišnu kamatnu stopu bez velikog financijskog rizika. Mnogi zajednički fondovi novčanog tržišta daju privilegije, kao što su NOW, Super NOW računi koje nude komercijalne banke ili institucije za štednju. Međutim, njihovo nadomještavanje je donekle limitirano na taj način što mnogi takvi fondovi ograničavaju minimalne novčane iznose.

## 8. FINANCIJSKA TRŽIŠTA

Termin financijsko tržište odnosi se na grupu tržišta na kojima sudionici kupuju i prodaju financijska potraživanja raznih ekonomskih institucija. Ova potraživanja se razlikuju ne samo po svom izdavaču već i po uvjetima dospijea, rizika od neplaćanja, načina oporezivanja i prodajnosti na tržištu. U financijska tržišta svrstavamo novčana tržišta, tržišta kapitala, te opcijska i termimska tržišta.

### 8.1. Novčana tržišta

Novčano tržište je tržište na kojemu se trguje na veliko sa financijskim potraživanjima koja su bliska zamjeni za gotov novac. Sredstva s kojima se trguje su veoma kategorizirana, snose male rizike neplaćanja i visoko su likvidna. U glavne izdavatelje sredstava novčanog tržišta ubraja se država, velike domaće i inozemne banke, velike industrijske tvrtke i sl. Ulagači su uključeni u ove iste institucije preko institucija za štednju, mirovinskih fondova, kompanija za osiguranje, zajedničkih fondova i imućnih pojedinaca.

Ne postoji fizička lokacija novčanog tržišta, poput Njujorške burze (New York Stock Exchange) i drugih poznatijih burzi za vrijednosne papire. Novčano tržište je zbroj tržišta na kojima se trguje s jasnim i različitim financijskim sredstvima, poput državnih kratkoročnih obveznica i komercijalnih papira. Središnjicu aktivnosti novčanih tržišta čine dileri i brokeri koji se specijaliziraju za pojedine vrijednosne papire novčanog tržišta. Dileri koji kupuju i prodaju iz svojih portfelja posebno su važni za rad novčanog tržišta. Njihova primarna funkcija jest da "stvore tržište" za sredstva novčanog tržišta s kojima trguju. Oni to čine tako da su sprem-

ni kupovati ili prodavati iz svojeg portfelja, stvarno, bilo koji kvantitet pokriva po postavljenoj ponudi na dražbi ili ponuđenoj cijeni. Funkcija dilera povećava likvidnost sredstava novčanog tržišta. Bez toga bi se funkcija brokera, koji povezuju sukladne kupce i prodavače u multimilijunskim transakcijama, pokazala otežanom, ako ne i nemogućom. Dileri velikih novčanih tržišta trguju s raznim sredstvima novčanog tržišta kao i sa sredstvima kapitalnih tržišta. Na taj način dileri pomažu da se povećava funkcioniranje tržišta kapitala.

Ekonomska funkcija novčanih tržišta je pružiti efikasna sredstva da se ekonomske jedinice prilagode svojoj likvidnoj poziciji. Ovo je važno stoga što mnoge ekonomske jedinice - domaćinstva, poduzeća i država - uočavaju da novčani priljevi i odljevi gotovine često nisu savršeno usklađeni. Novčana tržišta dozvoljavaju ekonomskim jedinicama da premoste prazninu koja postoji između novčanih primitaka i novčanih odljeva.

## 8.2. Tržište kapitala

Kao što je napomenuto, instrumenti novčanog tržišta su veoma likvidna ulaganja koja imaju minimalni financijski rizik. Ona su sporazumno homogenizirana, a izdaju ih ekonomske jedinice kako bi popravile svoju likvidnost. Suprotno tomu, sredstva kapitalnog tržišta veoma se razlikuju kada je u pitanju rizik od neplaćanja, dospijee i tržišna prođa, a novčana sredstva se investiraju u produktivne aktive od kojih se očekuje da pribave dohodak svojim vlasnicima. Otuda naziv kapitalnom tržištu. Sredstva kapitalnog tržišta o kojima se najčešće raspravlja su obične dionice, prioritetne dionice, korporativne obveznice, hipoteke i municipalne obveznice.

Obične dionice predstavljaju potraživanje, odnosno vlasništvo nad aktivom neke tvrtke. Dionice se razlikuju od obveznica na taj način što vlasnici dionica imaju pravo udjela u profitu neke tvrtke, s obzirom na to da je povrat duga fiksan. Što je veći neto dobitak neke tvrtke, veći je i povrat u obliku dividendi dioničarima; međutim, dioničari s običnim dionicama moraju dijeliti gubitke koji se mogu desiti korporaciji. Poseban razred dionica su prioritetne dionice. Prioritetni dioničari, iako su legalno vlasnici tvrtke, nemaju pravo glasa, što se tiče rukovođenja korporacijom, ali imaju prioritet raspodjele neto dobitka za dividende, naravno ako se dividenda raspoređuje. Cijena prioritetnih dionica vezana je uz kretanje kamatnih stopa u gospodarstvu. Cijena običnih ili redovnih dionica vezana je uz prospektivne zarade i fluktuacije s obzirom na to kako se mijenja prospektivnost kompanije. Većina dioničkih transakcija zauzima svoje mjesto na sekundarnim tržištima,<sup>4</sup> poput burzi.

### 8.2.1. Korporativne obveznice

Korporativne obveznice predstavljaju dugoročne dugove tvrtke i predstavljaju određeni stupanj potraživanja na aktivu tvrtke. Za razliku od onih vlasnika dionica koji ostvaruju dividendu poslije prioritetnih dionica, povrat potraživanja po osnovi

---

<sup>4</sup> Vidi: Martin, Petty, Keown, Scott, Basic Financial Management, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1979., str. 507.

obveznica vlasniku je određen, a ako tvrtka odbije izvršiti dogovorenu isplatu, ona snosi troškove neplaćanja na svoj račun. Korporativne obveznice dospijevaju u roku od 5 do 30 godina.

Sekundarno tržište za obveznice nije aktivno poput sekundarnog tržišta dionica. Obveznice se mogu prodavati pod određenim uvjetima. Specifično, neke obveznice mogu se povući od izdatelja prije njihovog dospijeca, opozivne obveznice. Obveznice se mogu izdati uz sistematsko povlačenje dijela izdanih obveznica, unatoč životnom vijeku izdanja, ako postoji amortizacijski fond.

Neke izdane obveznice, poput municipalnih obveznica, po svojoj naravi su "serijske", dok druge se izdane obveznice povlače na jedinstven datum, terminske obveznice. Konačno, neke obveznice imaju opcije koje im dozvoljavaju da se pretvore u obične ili prioritetne dionice po unaprijed određenoj cijeni.

### 8.2.2. Hipoteke

Hipoteke su instrumenti dugovanja koja osiguravaju neko potraživanje putem određene nekretnine. One čine najveći segment na kapitalnim tržištima u uvjetima nepodmirenja ugovorenih obveza. Više od polovine svih hipotekarnih novčanih sredstava ide na financiranje poslovnih objekata, a ostatom se vrši financiranje stambene izgradnje, farmi i sl. Budući da je većina hipoteka relativno mala i čudnih kategorija i u raznim dijelovima zemlje, veoma su komplicirani osobni ugovori i nisu baš pogodni za trgovanje na sekundarnom tržištu. Međutim, razvojem telekomunikacijskog sustava, hipoteke u povećanom broju postaju pogodne za trgovanje na svim tržištima.

S ovim pokrićima, "hipotekarno podržanim ugovorima", trguje se na aktivnim sekundarnim tržištima. Konačno, mnogi hipotekarni krediti imaju određena mjesečna plaćanja. Posljednjih godina, zbog promjenjivih kamatnih stopa, izdavanje hipotekarnih kredita okrenulo se prema varijabilnim plaćanjima, pri čemu mjesečna plaćanja variraju po unaprijed određenom načinu, i razinom kamatnih stopa. Mnoge hipotekarne kredite pružaju udruženja za uštede i posudbe, zajedničke štedionice i hipotekarni bankari.

### 8.2.3. Municipalne obveznice

Municipalne obveznice su dugoročna dugovanja izdana od države. One se koriste za financiranje javnih i kapitalnih izdataka poput škola, autocesta, mostova i zračnih luka. Najistaknutija osobina municipalnih obveznica jest da je "kupon dohodak" oslobođen od plaćanja državnih poreza na dohodak. Kao rezultat, municipalne obveznice kupuju pojedinci ili poslovne tvrtke u visokim poreznim skupinama. Za municipalna pokrića se ugovara potpuno oporezivanje<sup>5</sup> od strane izdatelja, države, generalne obveznice, ili od ukupnih prihoda koji su ostvareni radom kapitalnih projekata (prihodne obveznice).

---

<sup>5</sup> Vidi: Brighman, E. F.: Financial Management, Theory and Practice, The Dryden Press, Hinsdale, Illinois, 1977., str. 435-436.

### 8.3. Opcijska i terminska tržišta

Financijska tržišta, općenito, doživjela su svoj procvat tijekom posljednjih dvadesetak godina. Međutim, nigdje nije inventivnost i kreativnost bila očiglednija ili uspješnija nego na opcijskim i terminskim ili ročnim tržištima. Ova tržišta stvorila su novi raspored investiranja, klađenja i spekulativnih prilika koje su promijenile prirodu portfolio rukovođenja i praksu ulaganja vrijednosnim papirima.

Opcije su pismeni ugovori kojima se izdavač-sastavljač opcije odnosno njihov prodavač obvezuje da će u budućnosti osigurati izvršenje prava iz opcije odnosno na kupovinu i/ili na prodaju vrijednosnih papira, sve uz određenu premiju. Dakle, kupac koji ujedno može biti i/ili prodavač, spreman je za račun plaćene premije obećati da će po nekoj izvršnoj cijeni i u utvrđenom roku kupiti odnosno prodati vrijednosni papir na koji glasi opcija.<sup>6</sup>

Rokovni poslovi predstavljaju sporazume unutar kojeg su se kupac i prodavač dogovorili o dokončanju posla na unaprijed određeni datum u budućnosti, po cijeni koju su dogovorili u sadašnjosti. Rokovnim poslovima se smatraju futures ugovori. Predmeti rokovnog trgovanja su roba i vrijednosnice, inozemne valute i potraživanja, odnosno sva financijska imovina.

## 9. ZAKLJUČAK

Permanentno promatranje financijskog sustava i traženje adekvatnih načina prilikom modeliranja kapitalne strukture poduzeća, u takvom okruženju je *conditio sine qua non* svakog uspješnog financijskog menagera. Prilikom stvaranja optimalnih financijskih struktura koje pruža finacijsko okruženje, a sa konačnim ciljem maksimiranja profitnih očekivanja, pred financijskog menagera postavlja se problem rizika, neizvjesnosti i neodređenosti svakog financijskog plasmana ili novčanog primitka. O adekvatnom snalaženju financijskog menagera u financijskom okruženju te o uočavanju i svođenju rizika, neizvjesnosti i neodređenosti na najmanju moguću mjeru, umnogome ovisi i konačna profitna očekivanja.

### Literatura:

1. Brigham, E. F.: *Financial Management, Theory and Practice*, The Dryden Press, Hinsdale, Illinois, 1977.
2. Hampton, J.: *Financial Decisions Making, Concepts, Problems & Cases*, drugo izdanje, Reston Publishing Company, Reston, Virginia, 1979.
3. Ivanović, Z.: *Financijski management*, Hotelijerski fakultet, Opatija, 1994.
4. Martin, Petty, Keown, Scott, *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1979.
5. Ross, S.A. i Westerfield, R.W.: *Corporate Finance*, Times Mirror/Mosby College Publishing, St. Louis, 1988.

---

6 Detaljnije o tome u knjizi Ivanović, Z.: *Financijski management*, Hotelijerski fakultet, Opatija 1994., str. 327.

Summary

FINANCIAL SYSTEM ANALYSIS

This paper aims at displaying various complex issues concerning business financing and development of enterprises under the conditions of a growing money and capital market. An emphasis has been given to the forming of the structure of the capital through numerous possibilities available to financial managers in the current financial environment. The modern financial market allows for a large amount of flexibility in the creation of various optimum structures of corporate capital.

Key words: financial system SSU-surplus spending units, DSU-deficit spending units, negotiable order of withdrawal account, diversification, financial market