

UDK 336.76:338 (497.1)
Stručni rad
Primljeno 16. 04. 1990.

Dr. VLATKA BUKLJAS
Ekonomski fakultet Zagreb

TRŽIŠTE NOVCA I KRATKOROČNIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA KAO UVOD U KONSTITUIRANJE JUGOSLAVENSKOG FINANCIJSKOG TRŽIŠTA

Razvijeno financijsko tržište je, s jedne strane, nužna pretpostavka svake suvremene, tržišno orijentirane ekonomije, pa su zbog toga ambicije usmjerene na ubrzani razvoj tržišta novca i tržišta kapitala u jugoslavenskoj ekonomiji danas, aktualnije nego ikada. S druge strane, kvantum znanja o financijskom tržištu, financijskim instrumentima, organizacijskim oblicima ovog tržišta, upravljanju i radu, a posebno o ulozi Narodne banke Jugoslavije i banaka na ovom tržištu, ne zadovoljava ni najminimalnije potrebe. Zato je preokupacija ovog rada osvjetljavanje problema cirkulacije, mobilizacije, koncentracije i alokacije novca i kapitala, prezentiranje osnovnih saznanja o počecima rada, organizaciji i poslovanju tržišta novca i naznaka skorog početka rada tržišta kapitala u SFRJ. Na tržištu kapitala pojavit će se i novi financijski instrumenti — vlasnički vrijednosni papiri pored postojećih banaka, nove financijske institucije — burze, što će omogućiti razvoj novog financijskog sistema u vidu direktnih financijskih ulaganja.

I.

Sumnje u pogledu pomanjkanja uvjeta za svrsihodno organiziranje financijskog tržišta i njegovo djelovanje u našem ekonomskom okruženju osipaju se osnivanjem tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira na novim osnovama. Svjedoci smo osnivanja takvih tržišta u Beogradu, Ljubljani, Zagrebu...

Suvremena jugoslavenska ekonomija postavila si je vrlo ambiciozne planove unutar privrednog i financijskog sistema, pa i inicijalni koraci u oblikovanju budućeg financijskog tržišta ohrabruju.

Financijsko tržište naziva se i kreditnim tržištem ili naprosto novčanim tržištem, a njegovi su nerazdvojni dijelovi: tržište novca, tržište kapitala i devizno tržište, pa se prema tome radi o tržištu na kojem se nude i traže novčana sredstva.

Njegova je svrha da omogućí konzistentne financijske tokove između velikog broja ekonomskih subjekata uz sudjelovanje mnogobrojnih financijskih institucija. One na tom tržištu posreduju putem različitih oblika upotrebe vrijednosnih papira¹ koji se kroz djelovanje tog tržišta stalno pretvaraju u novac i obrnuto u zavisnosti od potreba održavanja likvidnosti i financiranja. Nakon transformacije slobodnih novčanih sredstava u financijske instrumente dio tih instrumenata dobiva karakteristiku novčanih supstituta i zamjenjuje novac do njihove realizacije, tj. ponovne pretvorbe u likvidna sredstva.

Iz navedenog proizlazi da se uloga financijskog tržišta sastoji u stvaranju i pružanju mogućnosti prelijevanja novčanih sredstava fizičkih i pravnih osoba koje raspolazu većim slobodnim iznosima novčanih sredstava od onih koje žele ili mogu samostalno uložiti, na fizičke i pravne osobe čija su sredstva nedovoljna za financiranje tekućih i razvojnih planova i projekata iz oblasti proizvodnje, prometa i usluga uz određenu cijenu.

Organiziranim uravnotežavanjem ponude i potražnje za novčanim sredstvima ostvaruje se njihova mobilizacija, koncentracija, alokacija i cirkulacija, a ona se može polučiti tek prisustvom organiziranog

¹) Vrijednosni papiri kao financijski instrumenti mogu imati ulogu dispozicije novcem i ulogu dispozicije kapitalom u ovisnosti od roka u kojem se nude i traže.

tržišta² čije polazište čine bankarske i druge finansijske organizacije. Naravno, uz pretpostavku postojanja adekvatnog bankarskog mehanizma.

Neosporno je da je naš raniji bankarski mehanizam slabe fleksibilnosti u kretanju novčanih sredstava, opterećen teritorijalizacijom bankarskog poslovanja uz veliki utjecaj etatizma i birokracije i s nezavršenom decentralizacijom novčanih sredstava društvene akumulacije uveliko pridonosio ekonomskim poremećajima, inflatornim kretanjima, opadanju likvidnosti i porastu prezaduženosti privrede. Prisutnost permanentno veće potražnje od ponude novčanih sredstava javljala se, prije svega, kao rezultat neadekvatne alokacije, odnosno nesmišljenog korištenja postojećih novčanih sredstava u čitavom proteklom periodu.

Umjesto da smo razvijali organizirano finansijsko tržište, razvijali smo tržišni surogat — neorganizirano tržište koje se javljalo između osnovnih i radnih organizacija unutar složene organizacije udruženog rada ili izvan nje, s manjim rezultatima od očekivanih, a organizirano tržište kakvo smo imali, postojalo je uglavnom kroz monetarni i bankarsko-kreditni sistem posredstvom poslovnih i narodnih banaka.

Viškove i manjkove novčanih sredstava na tržištu novca banke su izravnavale međusobnim kreditiranjem i reeskontiranjem vrijednosnih papira i uzimanjem kredita od Narodne banke, i to onda kada su bile iscrpljene međubankarske mogućnosti. Obzirom da je na tržištu postojala značajna intervencija i da je stopa obvezne rezerve kod Narodne banke bila vrlo visoka, ovdje su se tržištu i na taj način oduzimale značajne mogućnosti.

Osnovni oblici ponude kratkoročnih i dugoročnih sredstava bili su krajnje siromašni.

Kod kratkoročnih sredstava ti su se oblici uglavnom svodili na žiro-račune i račune izdvojenih sredstava, tekuće i štedne račune građana i sl. Korištenje kratkoročnih vrijednosnih papira ostalo je na marginama izuzev nešto veće primjene mjenice i blagajničkih zapisa, i to više kao odraz nužde no finansijske politike, a na tržištu dugoročnih novčanih sredstava, obveznice kao instrument prikupljanja dugoročnih sredstava koristile su se apsolutno nedostatno.

2) Povećana potražnja kod nepostojanja adekvatno organiziranog tržišta ne nadoknađuje se iz emisije novca putem porasta novčane mase samo za iznos povećanog društvenog bruto proizvoda, već i za iznos imobiliziranih novčanih sredstava.

Iako je u čitavom periodu snažno izražene novčane nestašice stanovništvo raspolagalo značajnim uštedama, o toj se potencijalnoj snazi vodilo premalo računa, pa smo stalno bilježili nerazvijenu namjensku štednju.

Već na osnovi grubo markiranog okvira i bez šire elaboracije jasno se naznačuju negativnosti odsustva institucionalnih uvjeta i nerazvijene finansijske strukture s oskudnim instrumentarijem kreditiranja i plaćanja, koje su nas godinama kočile u zadovoljavanju zahtjeva suvremenog privređivanja. Doda li se tome i odsustvo definiranja kamate kao cijene novčanih sredstava u realnom obliku odnosno odsustvo fleksibilnosti kamatne stope, jednostavno se zatvara začaranj krug inferiornosti na području našeg donedavnog finansijskog poslovanja.

Radikalne izmjene uvjeta privređivanja u jugoslavenskom ekonomskom sistemu nužno zahtijevaju diversifikaciju novčanog poslovanja sa širokom lepezom mogućnosti pozitivnog preljevanja sredstava. S tim u vezi, prišlo se i institucionalizaciji finansijskog tržišta organizirano odgovornoj, kako bi se već na samom početku eliminirale mogućnosti devijacije na ovom osjetljivom području na kojem su naši iskustveni dometi više nego skromni.

Za postojanje finansijskog tržišta nužna je vrlo visoka finansijska stabilnost i disciplina, a djelotvornost finansijskog tržišta nadalje, ne ovisi samo o njegovoj organizacijskoj strukturi i brojnosti finansijskih instrumenata odnosno vrijednosnih papira kao svrsishodnom instrumentariju za nesmetanu cirkulaciju sredstava kratkoročnog i dugoročnog značaja, već i o kvaliteti tih papira, a čini se da se upravo ona u ovome času premalo ističe, iako bilježimo značajne napore za eliminaciju početnih poteškoća. Spomenute kvalitete odnose se na očuvanje realne vrijednosti, sigurnost, rentabilnost i likvidnost vrijednosnih papira u kumuliranju, kreditiranju i cirkulaciji slobodnih novčanih sredstava. Bez njih otpada pretpostavka za intenzivnu i racionalnu upotrebu vrijednosnih papira u financiranju reprodukcije putem finansijskog tržišta.

Kako za očuvanje realne vrijednosti presudni utjecaj ima opće gospodarsko stanje zemlje,³ koje se na tržištu odražava kroz moguće povećanje ili smanjenje kupovne moći novca, a još uvijek se nalazi u relativno nestabilnim uvjetima, za po-

3) Ostale spomenute kvalitete vrijednosnih papira afirmiraju se kroz napore samih privrednih subjekata uz objektivne tehničke datosti u poslovanju s njima.

četak su atraktivniji kraći rokovi ulaganja (iako se poreznim instrumentarijem općenito može osigurati realna vrijednost uloga i na duže vrijeme) na osnovi kojih se može sticati povjerenje ulagača, kako iz društvenog tako i privatnog sektora. S tim u vezi, bez navođenja i ostalih brojnih elemenata, ne začuđuju razlozi za parcijalno i postupno uvođenje financijskog tržišta u naš privredni sistem, koje se u ovom času privredne realnosti odnosi prije svega na osnivanje tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira. Ovome treba dodati da uvjeti za rad tržišta kapitala još i nisu sazreli.

U nastojanjima za promicanje kvalitetnijih rješenja no što smo ih do sada imali bez sumnje će nas tangirati činjenica da usprkos teoretskim saznanjima nemamo praktična iskustva iz domena poslovanja financijskog tržišta.

Na deviznom tržištu kao integralnom dijelu financijskog tržišta, postigli smo određena iskustva i uspješnost (iako u uvjetima ograničene liberalizacije uvoza), međutim tržište novca i vrijednosnih papira nam je i nakon više od dvadeset godina djelovanja ostalo nedovoljno razvijeno, a o tržištu kapitala da i ne govorimo. Stoga je i to jedan od razloga da polazište u adekvatnoj organizaciji financijskog tržišta nalazimo u osnivanju tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira na novim osnovama koja po republičkim središtima izrastaju iz postojećeg tržišta novca.

Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnih papira ili novčano tržište kako ga se u praksi označava, predstavlja tržište na kojem vlada ponuda i potražnja kratkoročnih novčanih sredstava. Uglavnom je poznato da ono omogućuje da tržište kratkoročnih sredstava potrebnih za robni promet i proizvodnju lako do njih dođe, jer na tom istom tržištu imaocj slobodnog novca transformiraju svoj novac u one financijske instrumente, tj. vrijednosne papire koji se brzo mogu zamijeniti u novac, odnosno one instrumente koji su im ekonomski najracionalniji obzirom na namjenu plasiranja, kamatnu stopu, likvidnost i rizik.

Na tom tržištu sudjeluju u pravilu banke, iako se mogu javljati i drugi financijski posrednici. Pored tržišta novca koje funkcionira unutar financijskog kruga pojedinih banaka, postoji i međubankarsko tržište novca. Svrha je sudjelovanja na ovim tržištima ostvarenje dvaju osnovnih ciljeva, a to su likvidnost u svakodnevnim plaćanjima i održavanje minimuma obvezne rezerve.

Obzirom da banke imaju stalnu obvezu da vode brigu o dodatnim novčanim sredstvima, jer su plaćanja toliko mnogobrojna i isprepletena, a nerijetko i iznenađujuća da je vrlo teško planirati precizan novčani priliv i odljev, one usmjeravaju svoje aktivnosti na tržište novca i to: kupnji i prodaji depozitnog novca i kupnji i prodaji kratkoročnih vrijednosnih papira.

Prva aktivnost banaka podrazumijeva kratke ili vrlo kratke rokove na koje banke uzajamno ugovaraju kupnju i prodaju depozitnog novca. U slučaju vrlo kratkih rokova radi se o tzv. novcu na poziv (call money) koji se kupuje na takav način od druge banke da ona ima pravo tražiti povrat sredstava u svakom trenutku, što znači da zajam ili kredit iznesenim postupkom može opozvati.

Depozitni novac nešto duže dospelosti je tzv. dnevni novac (daily money ili day to day money), koji mora biti vraćen banci, koja je sredstva pozajmila idući dan. Doduše, rokovi banke kupca i pozajmioca mogu biti utanačeni i drugačije u ovisnosti od trenutnih ili očekivanih okolnosti.

Kupnja i prodaja vrijednosnih papira kao druga aktivnost poslovnih banaka i drugih financijskih posrednika uglavnom podsjeća na kupnju i prodaju depozitnog novca pod nešto izmjenjenim okolnostima. Iako se i ovdje radi o mogućnosti opskrbe banaka novcem radi održavanja dnevne likvidnosti i dopune kreditnog potencijala kao sudionik se javlja i centralna banka koja na taj način provodi monetarno-kreditnu politiku.

Objekti kupnje i prodaje su raznoliki. Poslovne banke i centralna banka na ovom tržištu posluju, odnosno trguju vrijednosnim papirima kratkog roka dospelija u pravilu do devedeset dana, iako i s vrijednosnim papirima s rokom obaveze za isplatu i preko dvije godine.⁴ Na opisanom tržištu vrijednosni papiri se redovito prodaju uz dobitak diskonta.

U slučajevima viškova ili manjkova novčanih sredstava u širem razmjerima, oni se kompenziraju posebnom emisijom centralne banke ili putem međunarodnog tržišta novca.

Rezimirajući izneseno o novčanom tržištu mogli bismo kazati da se ovdje mogu pojaviti dvije vrste instrumenata i to: davanje i uzimanje kredita iz bankarskih rezervi i kupovina i prodaja vrijednosnih papira na kratak rok koje je izdala drža-

4) U ovu grupu ulaze najčešće: komercijalne mjenice, depozitni certifikati, komercijalni zapisi, blagajnički zapisi i dr., a u razvijenim privredama i državne mjenice, tj. kratkoročne sola mjenice ministarstva financija, obligacije banaka i javnih ustanova i dr.

va ili ekonomski subjekti zagarantiranog boniteta. To upućuje na zaključak da se na tom tržištu kao predmet kupnje i prodaje mogu javiti samo prvorazredni vrijednosni papiri.

I drugo da tržište o kojem je riječ ima ekvilibrijsko svojstvo prometanja novčanih sredstava između suficitarnih i deficitarnih ekonomskih jedinica u kojem i centralna banka provodeći politiku otvorenog tržišta ima vidnu ulogu, jer stavljanjem količine novca u opticaju u željenu ravnotežu omogućuje ostvarenje privrednih ciljeva.

Gledajući općenito, putem tržišta novca brzo se i djelotvorno rješava problem dnevne likvidnosti solidnih privrednih subjekata, a banke raspoloživi kapital mogu iskoristiti za svrhe kreditiranja na najširem planu te zadovoljiti potrebe svojih komitenata u pogledu novčanih obrtnih sredstava. U čitavoj djelatnosti i novčana sredstva stanovništva imaju izuzetno značenje.

Za razliku od tržišta novca na kome se sredstva kupuju i prodaju kratkoročno, tržište kapitala ima drugačije karakteristike, premda su oba tržišta vrlo povezana.⁵ O tome će biti potrebno povesti računa u koliko se želi izgraditi integralno financijsko tržište.

Na tržištu kapitala novac se traži i nudi dugoročno. U slučaju tražnje takvih sredstava redovito se radi o investicijskim sredstvima koja se pribavljaju emisijom obveznica i zadužnica (tzv. zajmovni kapital) ili emisijom akcija, certifikata i sl. (tzv. vlasnički ili udjelni kapital). Njegova je prednost da omogućuje brzo mijenjanje strukture i smjera investicijskih portfelja u projekte koji su najrentabilniji i najproduktivniji.

Novčana sredstva koja su privrednom subjektu potrebna on će pribaviti umjesto traženja kredita kod banaka, izdvajanjem vlastitih vrijednosnih papira obračunajući se posredstvom banaka i tržišta kapitala onim subjektima koji žele probitačno uložiti svoj novac. U ovisnosti da li želi povećati svoja sredstva ili uzeti kredit on će na odgovarajući način izvršiti emisiju udjelnih odnosno vlasničkih ili zajmovnih, tj. vjerovničkih vrijednosnih papira. Na osnovi jednih i drugih sakupljaju se sredstva mnogobrojnih štediša, a njihovo se pribavljanje od nefinancijskih subjekata naziva sekuritizacija. Za koji će se, pak, vrijednosni papir ulagač odlučiti zavisi od mnogobrojnih faktora, ali je jedan od bit-

njih da na osnovi svojih ulaganja ostvari veći prinos no što bi ga ostvario kao bankovnu kamatu na uložena sredstva, uz određenu sigurnost koju mu određni vrijednosni papir pruža.

Na opisanom tržištu poslovi se mogu sklapati promptno i terminski, pri čemu ovi potonji često upućuju na određenu spekulaciju.

Jedinstveni i zajednički poslovi financijskog tržišta su mnogobrojni, a poslovanje se može okarakterizirati kao sklapanje poslova čiji su predmet zaključaka financijske vrijednosti na zato predviđenom mjestu i u određeno vrijeme. Cjelokupno poslovanje se obavlja putem djelovanja različitih komiteta odnosno sekcija, a financijske poslove mogu obavljati samo članovi tržišta. Na tržištu u pravilu djeluju obračunske blagajne kod kojih svaki član ima svoj račun na kojem raspolaze određenim sredstvima potrebnim za reguliranje poslova kupoprodaje i kompenzacije dugovanja i potraživanja između pojedinih članova tržišta. I konačno, treba istaći da nad poslovanjem financijskog tržišta redovito postoji veća ili manja kontrola određenog državnog organa.

Iako su mehanizmi djelovanja financijskog tržišta, kao uostalom i efekti u privredi koje ona pruža izneseni ovom prilikom tek u grubim naznakama, možda nije na odmet dodati da se djelovanjem financijskog tržišta ne gasi važnost međubankarskog tržišta (over the counter market). Ovo između ostalog stoga što tržište novca i vrijednosnih papira ima posrednički karakter i organizirano je na burzama.

II.

Zakon o tržištu novca i tržištu kapitala (Sl. list SFRJ 64/89) određuje da su osnivači ovih tržišta banke i druge financijske organizacije.⁶ Istim je Zakonom utvrđeno da su sudionici u radu tržišta novca banke i druge financijske organizacije, dok sudionici u radu tržišta kapitala izuzev navedenih kategorija, mogu biti i društveni fondovi, poduzeća i druge pravne osobe posredstvom ovlaštenih sudionika.

Nije suvišno dodati da dugo nije postojao jednoglasni stav tko bi bilj osnivači i nosioci posla u organizaciji, prometanju i kontroli vrijednosnih papira, bez obzira da li se radi o tržištu relativno kratkoročnih kredita, ili o dugoročnom kapitalu.

⁵ Iako sredstva na tržištu kapitala potiču uglavnom iz stvarne akumulacije, određeni se dio kratkoročnih sredstava plasira na dugi rok posredstvom bankarsko-kreditnog mehanizma, pa je u praksi teško razgraničiti tržište kapitala od novčanog tržišta.

⁶ Spomenute kategorije mogu pristupiti tržištu kasnije čime stječu svojstvo osnivača. Osnivači su dužni prilikom pristupanja tržištu uplatiti naknadu u iznosu koji se svake godine posebno utvrđuje.

Raspon stavova kretao se od međubankovne osnove oživljavanja i proširivanja tržišta novca, kapitala i deviza do organizacije i osnivanja mješovitih burzi (dakle, efektivnih, deviznih i robnih) ili osnivanja burzi samo za efekte, s pitanjima tko bi burzu trebao osnovati — da li država, privredna komora, poduzeća ili banke, zatim — tko bi bili članovi burze i da li su nam potrebni burzovni mešetari.⁷

Vjerojatno je trebalo prepustiti privredi samoj da odredi kako i gdje bi tržište u kojem je riječ trebalo funkcionirati? Obzirom da se radi o organiziranom mjestu realizacije naloga osnivača i komitenata, međutim u sadašnjim turbulentnim uvjetima našeg privređivanja to nije bilo moguće.

Prema zakonu o tržištu novca i tržištu kapitala osnivači tržišta osiguravaju uvjete za početak rada tržišta novca i tržišta kapitala i odgovorni su za njihov rad. Oni osnivaju osnivački odbor koji podnosi osnivačkoj skupštini prijedlog za izbor članova upravnog odbora. Tržište novca i tržište kapitala osnivaju se na osnivačkoj skupštini tržišta koju čine predstavnici osnivača.

Narodna banka Jugoslavije, na osnovi uvida u statut i poslovnik o radu tržišta (u roku od 30 dana od dana podnošenja zahtjeva) daje odobrenje za početak rada tržišta novca i vrši nadzor nad radom tržišta novca. Što se pak tiče tržišta kapitala, komisija osnovana u skladu s čl. 4. Zakona o vrijednosnim papirima (također u roku od 30 dana), daje odobrenje za početak rada ovog tržišta.

Prema Zakonu, statutom tržišta se utvrđuju:

- 1) unutrašnja organizacija tržišta;
- 2) sastav, način izbora i nadležnost upravnog odbora i drugih tijela;
- 3) kriteriji u udovoljavanju uvjetima za sudionike u radu tržišta;
- 4) vrste vrijednosnih papira koji su u prometu na tržištu;
- 5) prava i dužnosti sudionika u radu tržišta;
- 6) načini obavljanja kontrole poslova na tržištu od strane upravnog odbora;
- 7) načini rješavanja sporova koji se odnose na poslove tržišta;
- 8) druga pitanja značajna za rad tržišta.

7) Inače na većini financijskih tržišta poslove sklappaju posrednici: brokeri, makleri, senzali koji to čine u svoje ime i tuđi račun kupujući i prodavajući vrijednosne papire, ali kreditirajući često svoje komite. Oni poslove ne sklappaju međusobno izvorno, već se obraćaju dealerima ili joberima koji poslove sklappaju na tuđe ime, a svoj račun, ali i na svoje ime i svoj račun.

U istom Zakonu stoji da se poslovnikom o radu tržišta određuju načini i uvjeti obavljanja poslova na tržištu, način formiranja i objave kamatne stope, način utvrđivanja i obračuna provizije, način vođenja jedinstvene evidencije o izdanim vrijednosnim papirima koji su predmetom prometa na tržištu, mjesto i način organiziranja jedinstvenog infomacijskog sistema te druga pitanja o radu tržišta.

Sukladno Zakonu tržište novca i tržište kapitala predstavlja organiziranje financijskog posredovanja.

Nova kvaliteta naših tržišta koja se objedinjuje u cjelinu proizlazi, dakle, iz njihovog karaktera budući da im je zadatak da pronalaze i povezuju vjerovnike i dužnike, a da odluku o poslovnim odnosima ti isti donose sami koristeći između ostalih elemenata bitnih za donošenje takve odluke, podatke o bonitetu partnera koje im tržišta osiguravaju.

Obzirom da u obavljanju poslova iz djelokruga rada tržišta utvrđenih Zakonom imamo skromna iskustva i da su se ona do sada gotovo u cjelosti odnosila na poslovanje gotovim novcem, a da u trgovanju vrijednosnim papirima među bankama preko dosadašnjeg tržišta ne postoje odgovarajuća znanja, kako u vrstama papira koji mogu biti predmet kupoprodaje tako i o načinu rada s njima,⁸ urgentan je zadatak da kadrove koji su do sada obavljali ove poslove kao i one koji tek dolaze, osposobimo usavršavanjem u zemlji i inozemstvu.

Tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira koja se kod nas ubrzano osnivaju i na određeni način predstavljaju nužnost za funkcioniranje tržišta kapitala s kojima bi činila cjelinu (a uz devizno tržište i cjelovito financijsko tržište), obavljaju poslove posredovanja u pozajmljivanju novca i kratkoročnih vrijednosnih papira na cijelom teritoriju Jugoslavije te imaju status pravne osobe.

Za svrsishodno poslovanje takva su tržišta dužna osnivačima, odnosno sudionicima omogućiti pristup podacima o ukupnoj ponudi i potražnji novca i kratkoročnih

8) Ne treba izgubiti iz vida da je još davne 1967. godine pri udruženju bankovnih organizacija Jugoslavije počelo poslovati jugoslavensko tržište novca kojem se poslovanje ograničavalo na kupnju i prodaju depozitnog novca s osnovnim zadatkom suzbijanja nelikvidnosti i karakterom kratkoročnog međubankovnog kreditiranja, a da je deset godina kasnije 76 poslovnih banaka potpisalo Samoupravni sporazum banaka i drugih financijskih organizacija o osnivanju Tržišta novca i vrijednosnih papira koje je ubrzo pokazalo karakteristike svoga rada. Dok je tržište novca djelovalo vrlo živo, tržište vrijednosnih papira uglavnom se ograničavalo na eskontiranje mjenica, uprkos mogućnosti da se u Jugoslaviji izdaju vrijednosni papiri.

vrijednosnih papira, o kretanju kamatnih stopa na kratkoročne pozajmice i kratkoročne vrijednosne papire, o viškovima likvidnih sredstava i uvjetima njihove prodaje odnosno potražnji za njima, o vrstama vrijednosnih papira koji se nude odnosno traže među bankama, o kretanju likvidnosti banaka i drugih financijskih organizacija, o bonitetu mogućih dužnika po opisanim poslovima, te drugim podacima relevantnim za rad tržišta. Stoga je podrška za ugradnju adekvatnog informatičkog sistema vrlo značajna. Pri tome treba imati na umu da će biti posebno važno organizirati i jedinstveni informatički sistem između tržišta u zemlji i to ne samo radi razmjene iskustava i utvrđivanja mogućih oblika suradnje, već i zbog praćenja mjera i efekata primjene monetarno-kreditne politike, ali i pribavljanja ukupnih informacija na nivou zemlje neophodnih za njihovo vođenje.

U navedene svrhe, tržište mora voditi brojne evidencije, a na osnovi njih sastavlja i izvještaje kojima iskazuje poslovanje.

U planovima i programima tržišta utvrđenju su pravci djelovanja na slijedeća područja:

- osiguranje odgovarajućih uvjeta rada tržišta neophodnih za kvalitetno obavljanje poslova,

- uključivanje mogućih vrijednosnih papira u trgovinu na tržištu,

- stalno proširivanje broja sudionika u radu tržišta i iznalaženje optimalnog oblika poslovanja s gotovim novcem i vrijednosnim papirima,

- vođenje optimalne politike naknada za obavljanje poslova preko tržišta i

- vođenje politike prihoda i rashoda koja će osigurati nesmetano funkcioniranje tržišta.

Svako tržište ima precizno utvrđene načine poslovanja, mjesta transakcije, kodeks normi ponašanja i sankcije. Ono posluje u skladu sa Zakonom o tržištu novca i tržištu kapitala, statutom, poslovnikom o radu tržišta i drugim općim aktima tržišta.

Organji tržišta su: skupština, upravni odbor, nadzorni odbor i direktor. Pored ovih organa tržište ima i bonitetnu komisiju, stručnu komisiju i komisiju za rješavanje međusobnih sporova sudionika iz poslovanja na tržištu. Svako od navedenih tijela ima svoja ovlaštenja u skladu sa djelokrugom rada.

Prisutnost Narodne banke Jugoslavije na tržištu (po delegatskom principu) izuzetno je značajno obzirom na njenu ulogu u provođenju monetarno-kreditne i devizne

politike.⁹ Njen je trajni zadatak da svojim intervencijama otklanja suprotnosti i potiče stabilizirajuće učinke.

Rad na tržištu novca i kratkoročnih vrijednosnih papira odvija se svakog radnog dana, a poslovi u pozajmljivanju novca i prometa kratkoročnih vrijednosnih papira obavljaju se na jedan od slijedećih načina:

- 1) putem neposrednih odnosa banaka i financijskih organizacija;
- 2) posredovanjem tržišta;
- 3) na međubankarskom sastanku tržišta.

Ukoliko se zaključivanje poslova vrši u neposrednom odnosu sudionika, dakle, banaka i drugih financijskih organizacija, iste su obavezne da o svakom zaključenom poslu obavijeste tržište.¹⁰ Za sudionike tržišta koji zaključuju poslove pozajmljivanja novca i kupoprodaje kratkoročnih vrijednosnih papira posredovanjem tržišta, a na osnovi ovlaštenja, tržište nakon pribavljene suglasnosti dužnika i vjerovnika o prihvaćanju uvjeta pozajmljivanja odnosno kupoprodaje popunjava po svakom zaključenom poslu zaključnicu u tri primjerka od kojih se po jedan dostavlja dužniku i vjerovniku, a jedan ostaje na tržištu. Obveza tržišta nije samo objašnjavanje sudionika o zaključenom poslu, već i o sadržaju zaključnice radi pravovremenog izvršavanja utvrđenih obaveza.

Međubankarski sastanak tržišta predstavlja organizirani sastanak sudionika tržišta koji se održava u rokovima koje odredi direktor tržišta. Međubankarski sastanak se može organizirati na zahtjev najmanje 5 sudionika tržišta i Narodne banke Jugoslavije. Sudionici sastanka su banke te druge financijske organizacije i Narodna banka Jugoslavije odnosno njihovi ovlašteni predstavnici. Svaki sudionik u radu tržišta i Narodna banka mogu odrediti tri svoja ovlaštena predstavnika, međutim, određenog dana u radu može sudjelovati samo jedan od njih. Banke sudionici međubankarskog sastanka tržišta nastupaju sa glasno čl. 13. Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala u svoje ime i za tuđi račun, u svoje ime i za svoj račun, i u tuđe ime i za tuđi račun. I ovdje se za zaključene poslove popunjava zaključnica u tri primjerka koje potpisuju ovlašteni predstavnici od kojih po jedan primjerak zadržava

9) Primjećuje se, da se pri visokoj nezadovoljnoj tražnji za dinarskim sredstvima na deviznom tržištu pojavila visoka prodaja deviza Narodnoj banci Jugoslavije, pa je ista na taj način u velikoj mjeri zadovoljena. To ukazuje na visok stupanj korelacije između kretanja ponude i potražnje na tržištu novca i deviznom tržištu.

10) Ovim se čini da administriranje i kontrolu gotovo ne napuštamo makar i pod izlikom neophodne evidencije.

vaju vjerovnik i dužnik, a jedan ostaje tržištu. Ovlašteni predstavnik odmah po zaključenju posla obavještava sudionika tržišta, vjerovnika, odnosno dužnika o zaključenom poslu i o sadržaju zaključnice radi pravovremenog izvršavanja utvrđenih obveza.

Uvjeti za mogućnost sudjelovanja banaka i drugih financijskih organizacija u radu tržišta strogo su određeni i prisustvo pretpostavlja postojanje odobrenja.¹¹ Ono se dobiva na osnovi slijedećih kriterija:

— da sudionik obavlja svoje poslovanje u skladu s načelima likvidnosti, sigurnosti i rentabilnosti, i

— da odnos vlastitih i posuđenih sredstava garantira uredno izvršavanje obveza po poslovima zaključenim na tržištu.

Utvrđeno je također da banke i druge financijske organizacije ne mogu sudjelovati u radu tržišta za vrijeme dok su u sanaciji, dok su nelikvidne i ne izvršavaju preuzete obveze po poslovima zaključenim na tržištu. Tako nije prepušteno tek tržišnom mehanizmu da sam eliminira nepodobne sudionike.

Poslovanje na tržištu pretpostavlja da sudionici — prodavaoci utvrđuju uvjete ponude pozajmice novca i prodaje kratkoročnih vrijednosnih papira, a sudionici — kupci uvjete uzimanja pozajmica novca i kupovine vrijednosnih papira.

Ponuda odnosno potražnja sadrži: iznos, rok, kamatnu stopu i druge uvjete, a vrijedi od zaključenja poslova, do opoziva, odnosno određenog roka. To znači da pozajmica novca, odnosno kupoprodaja kratkoročnih vrijednosnih papira može biti:

- a) do opoziva;
- b) do ugovorenog roka vraćanja.

Stručna služba tržišta¹² ima zadatak da prati kretanje ponude i potražnje pozajmica novca i kratkoročnih vrijednosnih papira na tržištu i o tome obavještava sudionike na tržištu i Narodnu banku Jugoslavije. Svakog radnog dana do zaključenja rada tržišta izračunava se prosječna ponderirana kamatna stopa po ročnosti po kojoj je vršeno pozajmljivanje novca, odnosno prosječna ponderirana cijena po vrsti i ročnosti po kojoj je vršena kupoprodaja

vrijednosnih papira. Stopu i cijenu tržište saopćava sudionicima neposredno i putem sredstava javnog informiranja.

Stručna služba tržišta je kod neposrednog informiranja obavezna svaki radni dan najkasnije do osam sati saopćiti prosječno ostvarenu kamatnu stopu po kojoj je prethodnog dana vršeno pozajmljivanje novca, odnosno prosječnu cijenu po kojoj je vršen promet kratkoročnih vrijednosnih papira i to: onu iz neposrednog odnosa osnivača na tržištu, kao i onu koja se javila kao rezultat poslovanja iz posredovanja tržišta.

Kako cijena predstavlja bitni element svakog financijskog tržišta i izražava se kamatnom stopom čija se visina kreće u ovisnosti od ponude i potražnje financijskih sredstava, rokova ali i stabilnosti nacionalne valute očito je da se u ovoj aktivnosti tržišta radi o kamatnoj arbitraži.

Minimalni iznos pozajmice novca, odnosno kupoprodaje kratkoročnih vrijednosnih papira koji može biti predmet ponude ili potražnje utvrđuje tržište.¹³

Sudionici u radu tržišta plaćaju proviziju po osnovi zaključenih poslova u prometu novca i kratkoročnih vrijednosnih papira, osim Narodne banke Jugoslavije u slučaju kada u radu tržišta sudjeluje s osnovom odredbi čl. 14. Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala.¹⁴

Tržište mora imati žiro-račun kod Službe društvenog knjigovodstva preko kojeg obavlja novčani promet.

Prema onim sudionicima koji se ne pridržavaju odredbi statuta, poslovnika o radu tržišta i drugih općih akata tržišta, bonitetna komisija može izreći mjeru zabrane sudjelovanja u radu tržišta, odnosno isključivanja iz rada tržišta na određeno vrijeme, a najduže u trajanju od jedne godine. Odluka o isključenju se dostavlja svim sudionicima. Iako se protiv odluke bonitetne komisije može uputiti žalba upravnom odboru tržišta, ona ne zadržava izvršenje. Sporovi se prije iznošenja pred redovni sud moraju rješavati međusobnim sporazumijevanjem.¹⁵

12) Stručna služba tržišta organizira se za obavljanje stručnih i drugih poslova. Njen je zadatak između ostalog i da vodi registar sudionika tržišta i njihovih ovlaštenih predstavnika, kao i registar kratkoročnih vrijednosnih papira.

13) Preciznije, Upravni odbor tržišta.

14) U skladu s navedenim članom ona je sudionik po osnovi reguliranja opsega ponude i potražnje novca i kratkoročnih vrijednosnih papira.

15) Ukoliko se ono ne postigne izravno u rješavanje se uključuje komisija za rješavanje međusobnih sporova. Ona predlaže rješenje koje sudionici u sporu eventualno prihvaćaju i potpisuju.

11) Odobrenje za sudjelovanje u radu tržišta daje upravni odbor tržišta na prijedlog bonitetne komisije tržišta i Narodna banka Jugoslavije. Bonitetna komisija je zadužena osim za ocjenjivanje boniteta i za predlaganje isključenja sudionika iz rada tržišta na određeno vrijeme, zbog kršenja dobrih poslovnih običaja. Ona također donosi odluku o kratkoročnim vrijednosnim papirima koji će se uključiti odnosno isključiti iz prometa tržišta na određeno ili neodređeno vrijeme.

Ukupno poslovanje na tržištu obavlja se preko tri osnovna organizacijska dijela i to:

- za posredovanje u pozajmljivanju novca,
- za posredovanje u prometu kratkoročnih vrijednosnih papira, i
- za zajedničke poslove.

Tržište za svoje obveze odgovara sredstvima kojima raspolaze, a osnivači odgovaraju za obaveze tržišta do visine uplaćenih sredstava. Utvrđeno je da sredstva za rad tržišta, tržište ostvaruje iz naknada i provizije koje naplati. Sredstva tržišta planiraju se finansijskim planom i konačno utvrđuju završnim računom. Iz ostvarenih prihoda osiguravaju se sredstva za pokriće materijalnih rashoda tržišta; izdvajanje za fond osnovnih sredstava, fond rezervi i za ličnu i zajedničku potrošnju radne zajednice tržišta. To znači da je zadatak tržišta da rashode obavljanja poslova pokriva iz vlastitih prihoda.

Tržište kao samostalna institucija uživa određenu slobodu u unutrašnjim organizacijskim modalitetima, pa se kod pojedinačnih tržišta nailazi na razlike formalne prirode, iako postoji i određeni stupanj jednoobraznosti koji je nepohodan za funkcionalnu suradnju svih tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira u zemlji.

Kao predložak za ovaj prikaz poslužili su normativni akti Tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira — Zagreb, koje je osnovano 22. veljače ove godine¹⁶ pri Privrednoj komori SR Hrvatske s pretpostavkom da će započeti s radom 1. travnja.

Razlozi koji su opravdali inicijativu za osnivanje Tržišta sa sjedištem u Zagrebu leže u činjenici da Zagreb, računajući na

financijski potencijal u privredi i bankarstvu republike, može s pravom pretendirati na instituciju finansijskog tržišta.

Smatrano je racionalnim, kako dokumenti govore, da takvo tržište izrasta iz Tržišta novca Udružene banke Hrvatske, zbog postojanja kadrova, iskustva i mogućnosti razvijanja već uspostavljene suradnje s velikim brojem banaka u zemlji, kao i drugih neophodnih institucionalnih i stručnih pretpostavki.

Iz ukupnog razmatranja zaključuje se da se bilježe sve brojniji napori u kreiranju tržišno orijentirane finansijskog sistema bez kojeg je nezamislivo djelovanje tržne privrede. S navedenim u vezi ohrabruje i podatak da je u Beogradu otvorena burza¹⁷ pod nazivom Jugoslavenska tržišta kapitala — Beograd, pa se s tim u vezi uskoro očekuje proširivanje aktivnosti u Ljubljani i Zagrebu.

Ovo su tržište kapitala osnovala 34 banke na osnovi Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala. Za sada su četiri banke stekle status ovlaštenog sudionika na tržištu kapitala što znači da one mogu kupovati i prodavati vrijednosne papire.¹⁸ Pored tih, još je sedam banaka podnijelo zahtjev za sticanje tog statusa. Osnovni problem u ovom času je nedostatak akcija i obveznica koje bi bile predmet trgovanja.¹⁹

Aktiviranje, oživljavanje i funkcionalna upotreba vrijednosnih papira je neminovnost našeg sistema zbog brojnih prednosti koje ovi instrumenti pružaju uz postojanje finansijskog tržišta. Ulaganjem u vrijednosne papire moguće je ostvariti dopunsku dobit, a emisijom istih ostvariti dopunska investicijska novčana sredstva. Nadalje, kupnjom i prodajom vrijednosnih papira moguće je osigurati stalnu i racionalnu likvidnost poslovanja. I konačno, ono što je najbitnije leži u činjenici da je cirkulacijom vrijednosnih papira moguća optimalna alokacija sredstava društvene akumulacije, kao i privatne i pojedinačne štednje iz individualnog dohotka, s mogućnošću osiguranja sredstava neophodnih za kreditiranje i financiranje velikih privrednih javnih zahvata. Kroz finansijsko tržište bivaju verificirani svi programi, kako oni za tekuću proizvodnju, tako i oni razvojni, jer ono otvara mogućnosti sučeljavanja stvarnih programskih vrijednosti i utvrđivanje prave tržišne cijene.

17) Savezna komisija za vrijednosne papire imala je prvu sjednicu 16. veljače i tom je prilikom izdala dozvolu za rad tržišta kapitala Beograd.

18) Radi se o Zagrebačkoj banci d.d., Riječkoj banci d.d., Jugobanci d.d. i Beogradskoj banci d.d.

19) Beogradska burza za sada prodaje samo obveznice za privredni razvoj nedovoljno razvijenih područja SR Srbije.

16) Osnivački odbor koji su sačinjavali predstavnici banaka, uključivo i bivše Udružene banke Hrvatske i Narodne banke Hrvatske te Službe društvenog knjigovodstva i Privredne komore Hrvatske konstituiran je na sjednici 22. 11. 1989. sa zadatkom da pripremi prijedloge akata i obavi ostale radnje za sazivanje Osnivačke skupštine. Saziv Osnivačke skupštine izvršen je na temelju čl. 5. Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala i Odluke Osnivačkog odbora na sjednici održanoj 22. siječnja 1990. Osnivačka Skupština održana je prema slijedećem dnevnom redu:

1) Otvaranje Skupštine i izbor radnih tijela; 2) Usvajanje Poslovnika o radu Skupštine Tržišta; 3) Razmatranje i usvajanje normativnih akata Tržišta; a) Odluke o osnivanju tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira, b) Poslovnika o radu Tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira, c) Statuta Tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira; 4) Razmatranje i donošenje odluke o: a) Utvrđivanju poslovne politike, privremenog plana i programa Tržišta, b) Privremenom finansijskom planu i c) Izboru članova upravnog odbora i Nadzornog odbora Tržišta; 5) Imenovanje v. d. direktora Tržišta; 6) Donošenje odluke o raspisivanju natječaja za izbor direktora i imenovanju natječajne komisije; 7) Razno.

Od burze se očekuje da pridonese napuštanju dosadašnjeg načina poslovanja privrede i banaka, odnosno sistema koji je očekivao da će se samo putem kredita, a bez osobitog rizika i odgovornosti, neograničeno pribavljati sredstva.

Nužno se mora povesti računa i o eliminiranju rizika na burzama.

U skladu s tim predviđeno je rigorozno kažnjavanje. Pri burzi u Beogradu formirana je etička, disciplinska komisija za provođenje disciplinskog postupka isključenja protiv pojedinih brokera²⁰ u slučaju njihovih nedopustivih tržišnih aktivnosti na burzi, i to bez obzira da li su takve aktivnosti rezultat njihove vlastite odluke ili prethodnog naloga poduzeća. U slučaju da se dokaže da je broker nepropisno postupio po nalogu određenog poduzeća, takvo poduzeće se uz brokera također isključuje.

Osim toga, za sam ulazak u proces kotiranja vrijednosnih papira određenog poduzeća na burzi, ono mora zadovoljiti određene kriterije. Da je poduzeće zadovoljilo uvjete ono će dokazati pribavljanjem mišljenja o svom bonitetu od Službe društvenog knjigovodstva, dobivanjem suglasnosti od Savezne komisije za vrijednosne papire i ostvarenjem odobrenja svog zahvjeva podnietog burzi. Na taj se način vrši određeno selekcioniranje poduzeća te

²⁰ Predviđa se da brokerske organizacije imaju svoje filijale, a poslove posredovanja vrše na osnovu zaključenih ugovora i primljenih instrukcija, uz proviziju po svakoj transakciji.

eliminira mogućnost da loša poduzeća sudjeluju u radu burze, odnosno da u cirkulaciju uđu vrijednosni papiri kojima nedostaju sve potrebne kvalitete.

Napokon, funkcija je burze da kao osnovni instrument tržišne privrede daje pravovremene informacije o poduzećima čiji vrijednosni papiri kotiraju na tržištu i čija cijena predstavlja najbolji indikator njihovog poslovanja. To znači da je njezin zadatak da se sredstva investiraju u najbolja poduzeća i najbolje projekte kao i to da se osiguraju svi potencijalni ulagači, uz istovremeno povlačenje sredstava iz onih poduzeća koja loše posluju. Budući da cijena akcija tih poduzeća pada, investitori će neposredno time pretrpjeti gubitak, ali će ujedno biti i prekinut lanac daljnjih ulaganja u ista.²¹ A to predstavlja osnovni korak u zdravu privredu.

Razlogi za ubrzano konstituiranje odgovarajućeg finansijskog tržišta na nivou čitave zemlje su mnogobrojni, uprkos poteškoćama koje postoje i koje treba prevladati. Tome treba u budućnosti dodati i napore za povezivanje našeg tržišta sa svjetskim burzama, što ćemo najbolje postići članstvom u svjetskom udruženju burzovnih organizacija²² i aktivnim uključivanjem u njegov rad.

²¹ Time će konačno prestati dosadašnja praksa odobravanja novih kredita nerentabilnim i nelikvidnim poduzećima s poznatim posljedicama.

²² Na svjetskom planu djeluje Federation Internationale des Bourses de Valeurs, a članovi su 33 burze iz 28 zemalja.

LITERATURA:

Bukljaš, V.: Prilog istraživanju utjecaja platnog prometa na likvidnost poduzeća, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Osijek 1989.

Hanžeković, M.: Vrijednosni papiri i njihova tržišta, Institut za financije, Zagreb 1989.

Kaufman, G. G.: The U. S. Financial System — Money, Markets and Institutions, Prentice-Hall, Inc., Engelwood Cliffs 1980.

Perišin, I.: Svjetski finansijski vrtlog, Naprijed, Zagreb 1988.

Rodić, J., Marković, I.: Poslovne finansije sa programom finansijske konsolidacije, Savremena administracija, Beograd 1986.

The London Discount Market — a Guide to its Role in the Economy and its Contribution to Industry and Commerce, Gerrard and National Discount Company Ltd, London 1977.

Normativni akti Tržišta novca i kratkoročnih vrijednosnih papira, Zagreb 1990.

Vlatka Bukljaš, Ph. D.

MONEY MARKET AND THE MARKET OF SHORT-TERM SECURITIES AS AN INTRODUCTION TO THE CONSTITUTION OF A YUGOSLAV FINANCIAL MARKET

A developed financial market is, on one hand, an indispensable presupposition of every modern and market oriented economy; therefore, the ambition to make the development of money and capital markets quickly is more urgent than ever for the current Yugoslav economy. On the other hand, the amount of knowledge about financial markets and instruments, the organization of these markets, their management and activities, and especial knowledge about the role of the National Bank of Yugoslavia and other banks does not meet our minimum requirements. Therefore, this work clarifies the problem of the circulation, mobilisation, concentration and allocation of money and capital, presents elementary knowledge about the beginnings of the work, organization and operation of money markets, and identifies the initial steps for creating a capital market in SFRY. New financial instruments will appear in a capital market — ownership securities and new institutions beyond the existing banks as will stock exchanges, which will enable the development of new financial systems in the form of direct financial investment.