

*Др Миролјуб Хаџић,  
виши научни сарадник, Београд*

## **Финансијско тржиште – законодавне и институционалне претпоставке развоја**

### **Резиме**

*Градualистички присилити транзицији из планске у тржишну привреду, који је последњих година доминантан процес, насупрот «шок терапији» која је била доминирајућа раних 1990-тих година, наглашава значај изградње законодавства и тржишних институција за успех процеса транзиције.*

*Резултати спроведеног процеса транзиције финансијског сектора код нас, у погледу транзиције банкарског система су значајни, али је знатно мање урађено у развоју финансијског тржишта. До овога је дошло иако је домаћа привреда била почетком прошле деценије пионер транзиције, а последице су негативне како на мобилизацију домаће штедње, тако и на стимулисање привлачних инвестиција*

*На овакво стање у великој мери утицала је неизграђеност надлежних институција и нарочито законодавства, којим се ова област регулише. При томе, треба имати у виду да је потенцијал за развој домаћег финансијског тржишта релативно велики, а његов развој би повратио значајно утицао на развој реалног сектора.*

**Кључне речи:** финансијско тржиште, хартије од вредности

## 1. Значај развоја финансијског тржишта

Развој стабилног, тржишно оријентисаног финансијског система представља један од најважнијих изазова у процесу транзиције. У командним економијама присутан је велики недостатак финансијских институција, нарочито у области финансијског тржишта, тако да је неопходно доста времена да се изграде знања и капитална база банака и других финансијских институција да би постали значајни финансијски посредници. При том је, у правилу, развој тржишта капитала спорије у односу на развој банкарског сектора<sup>1)</sup>. Иако се берза успоставља (или радије поново успоставља) у раној фази транзиције у многим земљама, посебно у онима које практикују ваучерски модел приватизације, која води трговини акцијама, регулаторна тела и институције и увођење дисциплине и одговарајућих механизма се спорије успостављају. Као последица, ликвидност финансијског сектора тежи да буде недовољна, трговина недовољно транспарентна, са много трговине ван официјелних канала.

Према Рибникару финансијски сектор одражава реални сектор, као у огледалу<sup>2)</sup>. Другим речима, не може се имати развијени финансијски сектор уколико реална економија није развијена. У сваком случају развијени финансијски сектор може ефикасно подржати развој реалног сектора. Значај развоја финансијског тржишта, поготово у транзиторним економијама, је велики у циљу обезбеђења мобилизације домаће штедње, изградње поверења у целокупни финансијски систем, економске стабилности и привлачења иностраног капитала. Финансијско тржиште у транзиторним економијама добија на значају првенствено због<sup>3)</sup>: могућности креирања јавног дуга, потреба компанија да се докапитализују свежим капиталом, развоја новчаног тржишта, потреба за стимулацијом страних инвеститора, потреба за даљим продубљивањем и експанзијом финансијских тржишта, глобализације и секуритизације као глобалних процеса.

Већ у раним фазама транзиције већина земаља Источне и Централне Европе оформила је берзе, у циљу обезбеђења додатних извора средстава за финансирање развоја јавног и приватног сектора. Упркос протока времена и уложеног труда резултати су скромни, јер су апсолутни и релативни нивои тржишне капитализације и ликвидности тржишта акција знатно нижи у односу на развијене земље, као и у односу на потребе.<sup>4)</sup>

1. Exeter J., Fries S. – The Post – Communist Transition : Patterns and Prospects, Finance & Development, September 1998, Vol 35 No3, p. 5,6
2. Ribnikar I. – Prehod v tržno gospodarstvo po slovensko, 1994., na osnovu Veselinovič D. - Emerging capital market development, with a Focus on Slovenia, X милочерско саветовање „Финансијска тржишта, корпоративно управљање и концентрација власништва“, СЕС, СЕЦГ, Милочер 2002. с. 208
3. Veselinovič D. Emerging capital market development, with a Focus on Slovenia, X милочерско саветовање „Финансијска тржишта, корпоративно управљање и концентрација власништва“, СЕС, СЕЦГ, Милочер 2002. с. 210

Као базични индикатори нивоа развијености финансијског тржишта користе се<sup>5)</sup>: а) дубина тржишта мерено нивоом капитализације (коэффициент капитализације = тржишна капитализација/ГДП), б) степен развијености посредничких институција (инвестиционих банака и посредничких кућа) и институционалних инвеститора (осигуравајућа предузећа, пензиони фондови, *mutual funds*), ц) развијеност инфраструктуре (примарна и секундарна тржишта, агенције за рејтинг, инвестициони саветници и консултанти).

Са становишта посматраних индикатора општа оцена финансијских тржишта у транзиционим привредама Источне и Централне Европе би била: а) сва тржишта су још увек мала с обзиром на остварени ниво капитализације, обрта и структуре инструмената који су у промету, б) највећи број ових тржишта убрзано расте, са испољеним разликама, које одржавају различите приступе и успех у транзицији реалног сектора, ц) испољавају се битне разлике у макроорганизацији, ефикасности и структури националних тржишта, а најзначајније су разлике у развијености тржишта капитала и тржишта дуга. С обзиром на ове показатеље оквирна класификација финансијских тржишта транзиционих привреда изведена је на критеријуму дубине, мерено апсолутним нивоом капитализације (вредност промета) у односу на величину друштвеног производа. Прва група су тзв. плитка тржишта са малим апсолутним вредностима капитализације на тржишту акција између 2-7% ГДП Мађарске, Пољске и Словеније. Друга група, тзв. дубока тржишта, где је коэффициент капитализације око 30-40% су Чешко и Словачко.

Развој финансијског тржишта у земљама у транзицији суочава се са бројним ограничењима, која се тек на дуги рок могу успешно превазићи<sup>6)</sup>:

- осетљивост – огледа се у великом утицају спољних, нарочито негативних фактора,
- ликвидност – генерално недовољна ликвидност учесника на финансијском тржишту,
- бежање капитала и компанија које се листирају из земље – због недостатка поверења и нестабилности бежање капитала у друге земље је веома често и обилно,
- општа економска нестабилност – иако унапређена економска стабилност је недовољна у односу на развијене привреде, као и са становишта потребе финансијског тржишта за стабилним окружењем,
- лоше, нестабилне привредне перформансе – осцилације у макроекономским показатељима,

4. Број листираних компанија је релативно мали (максимум у Бугарској 828 и Словачкој 845), сем Румуније као изузетка (5.825 компанија), извор: IFC/SP, Emerging markets Data base, 2000, стр.24, на основу Јовановић М., Ђуровић – Тодоровић Ј. – Банке и развој финансијског тржишта, Економика предузећа, III-IV 2002, стр.89
5. Зеџ М. И Живковић Б. – Транзиција реалног и финансијског сектора, ИЕН Београд, 1997., стр. 173,176
6. Веселиновић Д. - исто, стр. 212

- рачуноводствени и ревизорски стандарди – поред великих напора, увођење међународних рачуноводствених и ревизорских стандарда није потпуно,
- неефикасно правно и етичко окружење - присуство корупције и неповерења у финансијски систем,
- интегрисање у међународно окружење – недовољан степен интегрисаности,
- непостојање критичне масе искуства, традиције и знања.

Десетогодишње искуство транзиције показало је да у раној фази транзиције примат има заштита својинских права и приватизација, а да за одрживи развој новог приватног сектора кључни значај има продубљивање и развој финансијског сектора. У изградњи тржишно оријентисаног финансијског сектора редослед корака подразумева: 1) рехабилитацију и санацију банкарског сектора, уз увођење чврсте финансијске дисциплине, 2) отварање банкарског и шире финансијског сектора за улазак иностраних банака и 3) развој и продубљивање финансијског тржишта.

Банке, с једне стране, и трговина хартијама од вредности, с друге стране, пружају различите услуге неопходне зрелој тржишној привреди. Још неко време вероватно је да ће финансијски сектор земаља у транзицији бити заснован на незграпном банкарском систему. Након фазе у којој се врши јачање финансијске дисциплине банака, уз истовремено подржавање новог приватног сектора, наступиће фаза активног и високо ликвидног тржишта хартија од вредности способног да финансира разнолике ризичне пројекте и адекватније дисперзира ризик<sup>7)</sup>. У тој фази на значају добија развој институционалних оквира, укључујући законодавство, са нагласком на строгој контроли и јавности трговања.

Поред значаја транспарентности, где се коришћењем правовремених и валидних података смањује несигурност и ризик, увођење међународних стандарда на бази употребе савремених информатичких технологија представља незаобилазни фактор унапређења регулативе функционисања и услов развоја финансијског сектора. Међу ове стандарде, које транзиционе привреде уводе у циљу хармонизације пословања са развијеним земљама, спадају стандарди коришћења података (SDDS - Special Data Dissemination Standards), тзв. Базелски стандарди - стандарди Базелског комитета за банкарску супервизију и управљање, а ММФ и Светска банка су развили посебне стандарде (*Reports on the Observance of Standards and Codes – ROSCs*)<sup>8)</sup>. Међународни стандарди унапређују многа подручја: коришћење података, фискалну транспарентност, монетарну транспарентност, банкарску супервизију, регулисање осигурања, регулисање хартија од вредности, систем плаћања, осигурање депозита, рачуноводство, ревизију, режим инсолвентности, управљање.

7. WB – Transition – The First Ten Years, Analysis and lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union, WB, Washington D.C., на основу - Десет година транзиције, приказ, Економски преглед, Савезни секретаријат за развој и науку, IV-VI 2002., стр. 189 -192

8. Nord R. – Central and Eastern Europe and the New Financial Architecture, Finance & Development, September 2000. p. 3-6

Треба имати у виду да се продубљивање и развој финансијског сектора транзиционих привреда не одвија у вакууму, већ у окружењу развијених привреда и процеса глобализације, који драматично мења структуру националних и међународног финансијског тржишта<sup>9)</sup>. Прво, банкарски системи у развијеним земљама пролазе кроз процес дезинтермедијације, што значи да се већи део финансијског посредовања сада одвија кроз утрживе хартије, а мање путем банкарских кредита и депозита. Друго, прекогранична финансијска активност има тренд раста, што говори о томе да национална тржишта постају део јединственог глобалног тржишта. Треће, небанкарске финансијске институције се често веома агресивно такмиче са банкама обарајући цене финансијских инструмената и услуга. Четврто, банке се развијају и преко границе традиционалних кредитно – депозитних послова због смањења међународних баријера и баријера за улазак банака и на друга финансијска подручја осигурања, инвестирања, управљања.

## **2. Резултати транзиције домаћег финансијског сектора и његов потенцијал**

Класификација и генерализација искустава у транзицији Централне и Источне Европе на подручју развоја финансијског система непоуздана су пре свега зато што је процес у току. Нека решења се мењају током времена, што националним финансијским тржиштима и њиховом процесу транзиције даје специфична обележја. Тако неки од модела транзиције финансијског сектора који започињу као чисти модели временом попримају карактеристике мешовитих, због промене нагласка у појединим решењима. Додатни разлог за опрез је недостатак опште, генералне теорије транзиције. Условно говорећи, ипак се могу диференцирати следећи модели транзиције финансијског сектора, који у обзир узимају карактеристике приватизације банака, њихове санације и структуру тржишта у настајању: а) тржишни, са карактеристичним искуством Руске Федерације, б) модел поступне приватизације, типичан за земље централне Европе и ц) корпоративни модел, базиран на искуству земаља, бивших република СФРЈ.<sup>10)</sup>

Домаћи финансијски систем на почетку процеса транзиције, који се условно одређује за крај 2000. године, је располагао са веома тешким наслеђем. У поређењу са реалним сектором заостајање финансијског сектора се може оценити озбиљнијим. То значи да је реални ниво кредитне активности у то време био свега око 14% нивоа с краја 1980-тих година<sup>11)</sup>, док је заостајање реалног сектора било око 50%. Међутим, у поређењу са осталим транзиционим економијама може се говорити о релативно повољнијем стању, првенствено због већег степена повеза-

9. Hausler G. – The Globalization of Finance, Finance & Development, March 2002. p.2,3

10. Зеџ М. и Живковић Б. – Транзиција реалног и финансијског сектора, ИЕН Београд, 1997., стр.193

11. Живковић Б. – Трошкови и бенефити реструктурирања банака, округли сто «Реструктурирање банака», Економист и Економски институт, октобар 2001.стр.1

ности са развијеним привредама, стандардима и техником која је коришћена, знању и искуству запослених у банкама, поново активираној Берзи, без обзира на заостајање до којег је дошло током 1990-тих. Истовремено, у односу на тржишне економије Европе домаћи финансијски систем је веома много заостајао, с обзиром на снагу контролне функције централне банке и њену независност у вођењу монетарне политике, поверење у банкарски систем, поштовање међународних стандарда банкарског пословања, коришћење савремених информатичких технологија у раду и дисперзираност савремених банкарских услуга.

Основни циљ реформи у финансијском сектору који се одвија више од две године је враћање поверења јавности у банкарски сектор, као основе за обнављање финансијског посредништва и ефикасност у плаћањима. При том, враћање поверења се настоји постићи на фискално одржив начин. Програм реформе садржи: а) јачање банкарског законодавства и пруденцијалне регулативе, б) јачање надзора банака, ц) развој и примена кредитбилне и фискално одговорне стратегије санације банака, д) опоравак активе банака и е) реформисање Завода за обрачун и плаћања<sup>12</sup>.

У области транзиције финансијског сектора највише је урађено у области транзиције банкарског сектора и отварања банкарског система. Укратко, предузете су следеће мере: а) селекција банака, б) принудно мердовање банака, ц) санација великих банака, д) отварање за улазак страних банака, е) јачање контролне функције, ф) започето решавање питања депоноване девизне штедње, г) прелазак платног промета у банке х) прелазак на међународне рачуноводствене стандарде.

Током 1990-тих упркос изузетно неповољних услова створени су почетни услови за развој финансијског тржишта. Прво, на основу системских закона из прве половине 1990-тих година створени су почетни правно регулативни услови за функционисање и развој финансијских тржишта, који су могли прихватити материјалне чиниоце трговања. Друго, формирана је институционална инфраструктура, са надлежном Комисијом за хартије од вредности и финансијско тржиште као регулаторног тела и две берзе у Београду и Подгорици, с берзанским посредницима – дилерско брокерским кућама, неколицином банака са дозволом за обављање ових послова, бројним ревизорским фирмама и једном рејтинг агенцијом. Треће, креиран је низ инструмената хартија од вредности као материјалом погодним за трговање на тржишту – акције обвезнице, комерцијални записи, благајнички записи, сертификати о депозиту, краткорочне хартије са робним покрићем.

Европска банка за обнову и развој је усвојила 1994. године вишедимензиони систем оцењивања процеса транзиције. У домену финансијских институција показатељи исказују меру у којој финансијски систем обезбеђује финансијску дисциплину, ефикасно посредовање између штедиша и инвеститора и ефикасност система плаћања. За ово је неопходна анализа власничке структуре финансијских ин-

12. Braking with the Past – The way toward Growth and Stability, Donor conference June 2001, WB and Federal Government of FRY, приказ савезни секретаријат за развој, Економски преглед, IV-VI, 2002. стр.253

ституција, разноврсности инструмената и услуга које пружају, нивоа конкуренције и међусобне конкуренције, улогу које ове институције имају у реструктурирању реалне економије, као и ефикасности регулативе. По оцени ЕБРД по генералној успешности спроведених реформи у 2002. години СРЈ је заузела прво место од укупно 7 земаља Источне Европе, са општом оценом «3+» на скали од 1-4. При том треба имати у виду да СРЈ заостаје битно у односу на највећи број земаља, тако да ова висока оцена одражава уједно и простор који стоји у погледу реформи. У погледу транзиције банкарског сектора добијена је општа оцена «2» након оцене «1» у претходној години. Напредак је већи у погледу реформе банкарског сектора и либерализације каматних стопа (оцена 2+), а мањи у погледу тржишта хартија од вредности и небанкарских финансијских институција (оцена 2-).

Као основни проблеми даљег развоја домаћег финансијског тржишта оцењују се: неразвијеност тржишта капитала, проблеми сегментираниости у промету краткорочним хартијама од вредности и новцем, проблем неусклађености ингеренција надлежних институција, мали је број банака које имају дозволу за обављање послова финансијске трговине, непостојање стандардизованог производа на финансијском тржишту којим се тргује, испољавање нетржишног или тржишту неприлагођеног понашања, нефункционисање секундарних тржишта финансијских производа.

И поред ових до сада испољених слабости процењује се да је потенцијал за развој домаћег финансијског тржишта изузетно велики, те отуда велика и шанса да се посредно подстакне развој реалног сектора. При том се има у виду оквирно сума од око 26 млрд \$ потенцијала којим би се могло трговати: а) преко 1 млрд \$ новчане масе у динарском изразу, б) 4.7 млрд \$ у хартијама од вредности у динарском изразу, ц) 3.6 млрд \$ депоноване девизне штедне грађана, д) 6 млрд \$ тезаурисаног новца у земљи и иностранству, е) 3.6 млрд \$ девизних ино потраживања, ф) 7.2 млрд \$ девизног ино дуга.<sup>13)</sup>

### 3. Доградња институција и законодавства

Пошто у домену развоја финансијског тржишта транзиција нешто заостаје у односу на остале сегменте финансијског система, поставља се питање који су правци даљег развоја и које је институције неопходно успоставити и прописе донети. Најпре се отвара дилема о **улози пословних банака на финансијском тржишту**. Инвеститори, наиме, нису више спремни да средства поверавају банкама без властитог активног учешћа, јер је порасла свест о ризику улагања, као и свест о сопственим пословним интересима. Отуда на значају у савременим условима добија понуда што шире скале нових финансијских производа и услуга заснованих на могућности ефикасног и профитабилног улагања средстава, пружању информација

13. Ристић Ж. – YU и EY финансијска тржишта – глобални осврт, Копаоничко саветовање економиста 2002. Економист, специјални број вол 36, СЕЈ, Београд, стр. 120

о бонитету корисника средстава, могућности дисперзије улагања, контроли ризика и организованом наступу клијената на тржишту капитала<sup>14</sup>).

Генерално, постоје две могућности избора за место и улогу банака у односу на остале финансијске институције. У земљама попут САД, В.Британије и Јапана регулатива је постављена тако да финансијске институције не могу истовремено обављати банкарске тј. депозитно - кредитне послове и послове са хартијама од вредности. Као резултат одвајања комерцијалног од инвестиционог банкарства у овим системима дошло је до стварања инвестиционих банака, чији су предмет пословања хартије од вредности. На другој страни су европске земље које развијају универзалне банкарске системе, јер истичу бројне предности у односу на први приступ. У новије време ова два система конвергирају, уз даљу диверсификацију услуга, нарочито оних заснованих на информатичким технологијама (*e – banking*). При том је важно да због наглашене конкуренције небанкарских институција банке у прописима буду ослобођене ограничења да нуде услуге под сличним условима. У домаћим условима то се односи на актуелно питање либералнијег приступа Народне банке омогућавању банкама да се баве дилерско – брокерским пословима. Наиме, сматра се да би се финансијско тржиште динамизирало већим активирањем банака на њему, од чега би имали користи нарочито корисници услуга.

Генерални оквир регулативе тржишта хартија од вредности представљају **принципи Међународне организације Комисија за хартије од вредности (ИО-СЦО)**. При том је у наредној фази развоја неопходно обезбедити стандардизацију регулативе и њену хармонизацију првенствено са законодавством Европске Уније. То значи првенствено унапређење: у обавези размене информација у погледу развоја и промовисања финансијског тржишта, успостављању стандарда у трговању, спровођења ефикасног надзора над трансакцијама и узајамна помоћ у обезбеђивању интегритета тржишта<sup>15</sup>).

**Комисија за хартије од вредности**, као орган надлежан за спровођење регулаторне функције државе у овој области, до сада је у десетогодишњој пракси имала проблем преплитања појединих надлежности са другим институцијама, проблем места у организацији државе, избора и састава Комисије, као и самосталности у раду. Отуда је неопходно, полазећи од принципа IOSCO, дефинисати питање статуса Комисије тако да она буде посебна, недобитна, стручна самостална организација. То значи да би она требало да буде посебна организација, а не орган управе или управна организација. Због значаја самосталности у раду истиче се питање састава, начина именовања, избора и имунитета чланова. По питању надлежности Комисије неопходно је стриктно поштовање свих принципа IOSCO<sup>16</sup>).

**Централни регистар хартија од вредности**, као централна институција где се врши клиринг и салдирање ХОВ, треба такође да буде прецизно дефинисан зако-

14. Јовановић М., Буровић – Тодоровић Ј. – исто, стр. 84

15. Келечевић Л. - Регулатива финансијских тржишта, Х Милочерско саветовање «Финансијско тржиште, корпоративно управљање и регулација власништва, СЕС, СЕЦГ, Милочер, стр. 291

ном. Треба имати у виду да је посао успостављања Регистра већ низ година актуелан, али се непотребно одуговлачио, с негативним последицама по могућности и брзину развоја тржишта. Значајно је истаћи да је превазиђена псеудодилема о томе да ли хартије од вредности треба штампати или их чувати искључиво у електронском облику, у корист дематеријализације (са аргументацијом мањих трошкова и веће сигурности), али то истовремено намеће проблем дематеријализације већ штампаних хартија и законско наметање обавезе дематеријализације свих ХОВ које ће се емитовати убудуће. Од нарочитог значаја за убрзање прометовања акција је пренос послова и датотека из тзв. привременог регистра акција у Централни регистар. Централни регистар би требало да буде акционарско друштво где је држава власник 51% акција. Дакле, законским одредбама треба обезбедити институционалне оквири за јединствено регистровање емитованих ХОВ, њихов клиринг и салдирање, депоновање, укључујући послове регистра депоа ХОВ и клиринга трансакција.

Од посебног значај је регулатива **краткорочних хартија од вредности**. У упоредној правној регулативи надлежност над овим сегментом финансијског тржишта додељује се у правилу централној банци, док Комисија за хартије од вредности има надлежност над тржиштем капитала<sup>17</sup>). Отуда је важно да Народна банка определи модел трговања и друга питања од значаја за сигурно трговање.

У досадашњој пракси испољио се низ проблема везаних за третман и **трговање акцијама из приватизације**. Један од централних је до сада био проблем надлежности, јер је целокупна материја уређена савезним законом само начелно, а прецизирана је републичким законодавством. Најважнија чињеница је да је Законом о приватизацији значајно либерализовано секундарно трговање акцијама. И даље се захтева трговање искључиво преко берзе, што је од кључног значаја за обезбеђење јавности и сигурности. У новије време испољава се у већој мери проблем заштите малих акционара од злоупотребе и преваре, тј. невољног преузимања.

Од велике важности је и регулисање материје **оснивања и пословања инвестиционих фондова**, која већ дуже времена чека у форми нацрта закона, а непосредно утиче на успоравање развоја финансијског тржишта. Упоредно право не пружа једнозначан «рецепт» за уређивање ове области, где је најосетљивије питање избегавање злоупотреба кроз тзв. пирамидалне шеме. Већина земаља ову материју уређује релативно широко, омогућавајући да се већи део питања дефинише подзаконским актима и омогућавајући да брз развој не буде ометан кругим «правилима игре». Има мишљења да у почетној фази не треба дозволити стварање отворених инвестиционих фондова, јер се ова пракса показала погубном у неким од транзитних привреда<sup>18</sup>).

16. Малишић А. - Нови регулаторни оквири за уређење тржишта ХОВ, X Милочерско саветовање «Финансијско тржиште, корпоративно управљање и регулација власништва, СЕС, СЕЦГ, Милочер, стр. 249, 250

17. Келечевић Ј. –исто стр.296

**Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената** усвојен је крајем новембра 2002. године<sup>19)</sup>, а ступа на снагу средином ове године. Он сублимише материју ранијих Закона о хартијама од вредности, Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима. Закон настоји да хармонизује ову материју са законодавством развијених земаља, а материја се односи на трговање хартијама од вредности и других финансијских инструмената, рад дилерско - брокерских кућа, овлашћених банака – кастоди банке, функционисање берзе, Централног регистра и Комисије за хартије од вредности. Закон респектује готово све основне принципе Међународне организације Комисија за хартије од вредности, принципе ОЕCD-а о корпоративном управљању, директиве Европске Уније и одређене институте савременог англосаксонског права.

Тек са ступањем на снагу Закона о тржишту хартија од вредности и Закона о инвестиционим фондовима заокружује се регулатива неопходна за функционисање финансијског тржишта хармонизованог са међународним принципима и стандардима. Међутим, како се и до сада много пута показало, од адекватног правног оквира веома је дуг пут до ефикасне имплементације. Од тога како се и којим темпом правна регулатива буде материјализовала зависиће како афирмација финансијског сектора, тако у великој мери и напредак реалне економије.

**Miroljub Hadžić, Ph.D.**  
**Research Fellow, Belgrade**

### **The Financial Market - Legislative and Institutional Development Pre-Conditions**

#### **Summary**

*The Gradualist approach toward transition process emphasizes the importance of development of institutions and legal framework if one wants secure success of the process.*

*The transition of domestic banking sector is more encouraging than transition of financial market at the same time. The results are moderate in spite of fact that our economy was a pioneer of the transition process at the beginning of 1990s. The outcome is rather negative to domestic savings mobilization and to foreign investment encouragement, as well.*

*The moderate results in transition of financial sector were mainly due to the lack, or rather weak institutions and legal framework, as well. It is important to bear in mind that the development potential for financial sector is rather high.*

**Key words:** *financial market, securities*

18. Келечевић Л. – исто, стр. 298

19. Сл. Лист СРЈ бр. 65 од 29. новембра 2002. године