
ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ

др Бранко ВАСИЉЕВИЋ
професор Факултета политичких наука Универзитета у Београду

Миона ДЕЛИЋ
дипломирани правник

РЕГУЛАЦИЈА ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА

Резиме

Текућа економска криза нагласила је значај регулације финансијског тржишта. Главни аргументи државне регулације тржишта је присуство тржишних дисторзија, изражених кроз екстерне ефекте, имперфектне информације и одсуство тржишта. Регулација је изражена као систем циљева, процедура и правила, као и институција и њихове одговорности. До сада су креирана три модела регулације – институционални, јединствени и функционални. Регулаторни модел на финансијском тржишту Србије је институционални, са уграђеним обележјима функционалног и јединственог модела.

Кључне речи: *финансијско тржиште, регулација, тржишне дисторзије, регулаторни модели, финансијско тржиште Србије.*

Савремена финансијска криза, у којој се свакодневно топи акумулисана финансијска актива, односно богатство инвеститора (процењује се да ће пад вредности финансијске активе достићи износ од преко 50 хиљада милијарди долара, што је једнако годишњем бруто производу у свету – *Financial Times*, 9.2.2009), а расте неизвесност у очекивањима од будућности, отворила је дискусије око неопходности, мере и начина државне регулативе финансијског тржишта.

Савремене дискусије оживљавају једну од трајних контроверзи – о регулаторној улози државе и њеном односу према тржишту, али истичу и посебности везане за регулаторну делатност на финансијском тржишту. Ово тржиште је нарочито значајно, јер се на њему врши *алокација својинских права* – већ то је довољан разлог за интерес државе да га уређује, у склопу своје основне функције обезбеђења својине и поштовања уговорних односа. Оно врши и *алокацију ресурса*, обезбеђујући економски развој али и *алокацију ризика*, јер улагања чији су производ хартије од вредности или финансијски инструменти, доносе принос у будућности која је неизвесна. Најзад, ако финансијско тржиште дефинишемо и као економски простор у коме различите институције (банке, берзе, берзански посредници, осигуравајуће компаније, инвестициони фондови, пензијски фондови и др.) нуде финансијске инструменте и финансијске услуге, отварамо ново поље регулаторних мотива државе, који се испољавају кроз регулисање пословања, заштиту потрошача и интегритета тржишта.

I Основи регулације финансијског тржишта

Теоријски модел функционисања финансијског тржишта полази од претпоставке да оно, као и тржиште уопште, оптимално остварује своје алокативне функције уколико је на њему омогућено деловање слободне (перфектне) конкуренције. Ако су испуњени предуслови слободне конкуренције, финансијско тржиште је ефикасно, а ресурси се усмеравају ка корисницима који их највише вреднују (уз дати ризик). У таквим условима, држава не би имала потребе да регулише финансијско тржиште, пошто је оно у стању тзв. Паретовог оптимума, односно приватни интереси економских трансактора поклапају се са друштвеним интересом.

Финансијско тржиште, међутим, није перфектно; на њему постоје бројне дисторзије, које узрокују да се индивидуални и друштвени трошкови и користи трансакција не поклапају. Стога, оно не може ни бити ефикасно, а на тај начин смањен је његов потенцијални допринос економском развоју. Теорија сматра да су тржишне дисторзије јаче на финансијском тржишту него на другим тржиштима и да су, може се рећи, укорењене, јер један од услова деловања слободне конкуренције, располагање потпуним информацијама, није остварен. Због тешкоћа у прикупљању информација и њихових високих трошкова, имперфектност информација је једно од основних обележја финансијског тржишта. „Стога, финансијска тржишта – чија је суштинска функција да прикупљају и прерађују информације – не само да ће се разликовати од

конвенционалног тржишта робе и услуга, него ће се и разликовати на начин који сугерише да ће тржишна дисторзија бити посебно ендемска на финансијским тржиштима“ (J. E. Stiglitz, 1993, стр. 4).

Основне дисторзије на финансијском тржишту, које се најчешће истичу као основ државне регулације јесу: екстерни ефекти, асиметричност информација и непотпуно тржиште.

Екстерни ефекти на финансијском тржишту постоје када друштвени трошкови несолвентности финансијске институције превазилазе приватне трошкове власника и носилаца посебних интереса у њој; пошто финансијска институција не мора водити рачуна у свом пословању о укупним трошковима, она је стимулисана да се ризично понаша, што у крајњој линији и доводи до несолвентности и стечаја. Несолвентност може да изазове активирање тзв. системског ризика, односно масовно повлачење депозита и из солвентних финансијских институција, што има за последицу губљење општег поверења у финансијске институције и слома појединих сегмената тржишта или тржишта у целини. Ове појаве су нарочито карактеристичне у случају несолвентности великих банака, али системску опасност може носити и несолвентност других финансијских институција, посебно крупних институционалних инвеститора, који у случају неликвидности или несолвентности распродају финансијску активу („гашење пожара“). То изазива слом цена на тржишту, блокаду механизма обрачуна и салдирања и потребу интервенције централних монетарних институција (нпр. криза берзанског и дериватног тржишта 1987. године, санација инвестиционог фонда *LTCM*, 1998. године, и др).

Да би спречила хазардерско понашање, држава има на располагању механизам осигурања банкарских депозита и компензационих фондова инвеститорима у хартије од вредности, као и коришћење механизма централне банке као кредитора банака у крајњој инстанци (ову функцију амерички *FED* проширио је у савременој финансијској кризи и на област осигурања, одобравајући кредит за ликвидност осигуравајућој компанији *AIG*). Државна интервенција може бити и индивидуализована, усмерена на спречавање стечаја једне или неколико великих банака (доктрина *too-big-to-fail*), као што је то био случај са санацијом великих банака у САД током 2008. године.

Асиметричност информација проистиче из различитог положаја инвеститора и емитента финансијске aktive: емитент, који има улогу зајмопримца, увек ће имати информације о свом пословању, које неће бити вољан да дели са инвеститором. Пошто су уговори везани за финансијске услуге дугорочни, околности које је инвеститор имао у виду приликом улагања могу се променити и на тај начин угрозити његов

очекивани принос. „Потрошач не може направити информационо-засновану процену и на тај начин извршити ефективан избор на тржишту ако нема све релевантне информације, како би донео одлуку о погодности за улагање или о квалитету финансијског производа или уговора“ (D. Llewellyn, 1999, стр. 23). У овом случају, држава регулише тржиште наметањем обавезе емитентима и финансијским институцијама да обелодањују информације о пословању, које инвеститори могу користити у доношењу својих инвестиционих одлука. Држава може и сама, користећи механизам супервизије финансијских институција, публиковати информације о њиховом финансијском стању, односно генерисати информације које смањују информативну асиметрију. Интересантно решење пружа регулатива Новог Зеланда: директори су дужни да регулаторни орган извештавају о свим важним негативним информацијама с којима се банка суочава; на тај начин, отклања се асиметричност информација која постоји и између управљача и регулаторних органа.

Асиметричност информација држава отклања и доношењем посебних прописа о спречавању коришћења инсајдерских информација на финансијском тржишту, као и прописа који спречавају тржишне злоупотребе и манипулације, којима се утиче на формирање цена финансијских инструмената коришћењем доминантних тржишних позиција. Ове злоупотребе руше интегритет тржишта, односно онемогућавају информативну функцију цена – ако цена није формирана под слободним дејством понуде и тражње, она не може бити индикатор ефикасног усмеравања ресурса.

Непотпуно тржиште постоји онда, када учесници немају довољно интереса за креирање одређених финансијских инструмената, који олакшавају алокативну функцију тржишта и стога би могли да произведу позитивне екстерне ефекте. Државна интервенција испуњава ову празнину, на пример, емисијом дугорочних државних обвезница које, поред прикупљања средстава, имају и функцију успостављања дугорочне криве приноса на финансијском тржишту, и на тај начин стварањем информационог оријентира за приватне емисије дугорочних финансијских инструмената.

Ефекти дисторзија на финансијском тржишту могу се отклонити на два начина: споразумом учесника или државном интервенцијом. Хипотеза споразумног отклањања дисторзија, коју је сугерисао нобеловац Р. Коуз, подразумева да сами тржишни учесници могу најбоље да одлуче о узајамним интересима и тако побољшају алокацију ресурса, ако су њихова својинска права јасно дефинисана. Међутим, и у овом случају отвара се простор за државну интервенцију, онда када је наметање уговорног решења учесника скупо, када не постоје могућности кажњавања

уговорне стране која не поштује уговор, као и када је поновно уговарање отежано чињеницом да је једна уговорна страна дифузна, тако да се не може координирати њена акција (нпр. акционари једне крупне компаније – L. Zingales, 2004, стр. 2–3).

Теоријски правци, који заговарају државну интервенцију сматрају да је она нужна, бар из разлога отклањања дисторзија на финансијском тржишту; она је корисна, јер доприноси не само бољем функционисању овог тржишта, него и побољшава опште економске перформансе. Поред овог аргумента, истичу се и други разлози за регулисање финансијског тржишта, као што су: одржавање поверења потрошача у финансијске институције, потреба мониторинга финансијских институција због присуства проблема корпоративног управљања, корекција зеленашког понашања на тржишту, спречавање монопола, социјални интереси и др.

Најзад, као посебна група аргумената у прилог државне интервенције на финансијском тржишту, истиче се захтев потрошача за регулацијом. Овај теоријски правац, чији је зачетник нобеловац G. J. Stigler, сматра да држава тешко може да оцени јавни интерес који захтева регулисање тржишта, а и сама је подложна регулаторним дисторзијама. Стога, она се ослања на захтев тржишних учесника, који најбоље знају који су облици регулације у њиховом интересу, и регулише тржиште полазећи од њиховог захтева за регулацијом; најчешће је то заштита од уласка на тржиште нових конкурената (G. J. Stigler, 1971).

Насупрот изнетим аргументима, постоје и они који истичу да је тржишно решавање финансијских проблема пожељније од државног. Поједини аутори сматрају да нема никаквих специфичности на финансијском тржишту које би оправдале државну регулативу изразитије него на другим тржиштима или је не захтевају уопште („*Зашто би банке биле регулисаније од других облика бизниса? У сваком случају, за разлику од ресторана, медицине и проституције, банкар не утичу на опште здравље, нити више погађају јавна морална осећања. И, за разлику од аутомобила, несолидан кредит не може вас стварно убити*“ – G. J. Benston, 2003, стр. 3). Тржиште се може сопственим снагама изборити са дисторзијама, пошто бројност финансијских субјеката омогућава да депоненти или инвеститори несолвентне институције замене другима, тако да једини губитак у случају стечаја сносе акционари, као што је случај у другим областима. Пошто је акцијски капитал средство за апсорпцију губитака, једини могући интерес регулаторних институција је да пропишу његов минимални обим у складу са ризицима који се преузимају (у банкарској области, то је принцип регулације усвојен у Базелским споразумима о адекватности капитала) и да периодично контролишу фи-

нансијске институције да ли испуњавају услове адекватности капитала. Не стоји и потреба заштите потрошача финансијских услуга, јер су они у другим областима изложени већем ризику, а те области нису регулисане. Довољна заштита потрошача је могућност обраћања суду; само ако је судска заштита скупа или недоступна, могуће је оправдати неки степен регулације. Стога, регулација тржишта не доноси велике користи, а намеће трошкове, од којих је најважнији трошак ограничавање конкуренције, које онемогућава потрошаче да стекну квалитетне финансијске услуге по конкурентним ценама.

Модерна регулација финансијског тржишта започела је у пост-кризном периоду 30-их година прошлог века у САД, са доношењем низа закона који су регулисали емисију и трговину хартијама од вредности, као и сигурност и поузданост банкарског система. Од средине 80-их година, са продором либералних идеја у економији, наступа период дерегулације финансијског тржишта, који је нашао теоријско утемељење у потреби да тржишни инструменти, процедуре и институције које су производ модерног технолошког и комуникационог развоја, буду ослобођени регулаторних ограничења, како би се побољшала алокативна способност финансијског тржишта. Резултат је био да неки од тржишних учесника подлеже врло лабавој регулативи и контроли (нпр. фондови заштите од ризика), а негде је и држава свесно смањила регулаторне захтеве, како би решавала социјална и друга питања (нпр. дерегулација тржишта стамбених кредита у САД, 1999. године). Ови облици дерегулације постали су један од генератора савремене финансијске кризе.

II Регулаторна структура финансијског тржишта

Државна интервенција, као начин решавања проблема тржишних дисторзија, требало би да има ограничену улогу; да прерасподелом ресурса омогући нормално деловање тржишта. Комбинована са другим теоријским оправдањима, она је, међутим, постала трајан оквир понашања учесника на финансијском тржишту. Аргументи регулације преводе се у пракси у циљеве, које држава жели да оствари у регулаторном процесу. Сваки законски акт, којим се уређују питања организације и функционисања финансијског тржишта, садржи циљеве државне регулативе. Циљеви регулативе, који се могу односити на целину финансијског тржишта, су: одржавање системске стабилности, очување интегритета тржишта и заштита потрошача.

Постављајући наведене циљеве, држава делује на финансијско тржиште прописујући општи оквир функционисања финансијског тржишта, укључујући и забрану одређених понашања, која могу угрози-

ти интегритет тржишта (забрана тржишних манипулација, коришћења инсајдерских информација, санкционисање тзв. оперативних ризика – превара, злоупотреба, крађа и др). Она одређује услове за оснивање финансијских институција, укључујући и претпоставке које оснивачи морају да испуне („*fit and proper*“), као и услове пословања. Држава обавља надзор сигурности и поузданости пословања („*safety and soundness*“) – пруденциону контролу, као и контролу начина пословања финансијских институција у односу на клијенте. Регулација се обавља и посредством креирања инфраструктурних институција, као што су шеме осигурања депозита или компензационе шеме, оснивањем берзи, централних регистара, итд. Најзад, и друге области државне регулативе, ко што су порески систем и рачуноводствени систем, могу имати дејство на финансијско тржиште.

Поред својства учесника на тржишту (нпр. емитент краткорочних и/или дугорочних обвезница), држава може и директно утицати на тржиште користећи своју економску власт (нпр. субвенционисањем кредита), али на тај начин ће само повећавати тржишне дисторзије, које таквом интервенцијом намерава да отклони.

Део одговорности за нормално функционисање тржишта, држава пребацује на саморегулаторне институције (берзе, удружења берзанских посредника, клириншке и депо институције, националне регистре хартија од вредности и др.), које снабдева јавним овлашћењима за уређивање одређених правила понашања својих чланова, укључујући и могућност изрицања санкција (престанак чланства).

Регулаторна структура финансијских тржишта може се представити следећом схемом:

ЦИЉЕВИ РЕГУЛАЦИЈЕ:

- Одржавање системске стабилности
- Очување интегритета тржишта
- Заштита потрошача



ТИПОВИ РЕГУЛАЦИЈЕ:

- Системска регулатива
- Пруденциона регулатива
- Регулатива пословања
- Саморегулација
- Корпоративна контрола



СРЕДСТВА РЕГУЛАЦИЈЕ:

- Закони и подзаконска акта
- Правила
- Надзор и контрола
- Кодекси понашања
- Подстицаји

**ИНСТИТУЦИЈЕ РЕГУЛАЦИЈЕ**

- Институционална регулација
- Јединствена регулација
- Функционална регулација

**ОДГОВОРНОСТ**

- Законодавна власт
- Извршна власт – влада
- Министарство финансија

III Модели националне регулације финансијског тржишта

Националне регулације финансијског тржишта разликују се углавном по типу регулаторних институција. Ове разлике условљене су степеном развитка тржишта и историјским наслеђем. Данас се могу уочити најмање три модела националне регулације.

Институционална регулација односи се на различите сегменте финансијског тржишта, као посебне области регулације: банкарски систем, финансијске посреднике и инвеститоре и осигурање. Сваки од ових сегмената регулише и надзире посебна институција: централна банка, комисија за хартије од вредности и министарство финансија. Регулација се односи на све циљеве и све аспекте активности у датом сегменту тржишта и спроводи се кроз контролу уласка и изласка са тржишта као и надзор над пословањем финансијских институција које послују на њему. Овај модел има као предност специјализацију регулаторних надлежности, а његов основни недостатак је неприлагођеност тенденцијама концентрације пословања и креирању крупних универзалних финансијских институција. Оне могу користити постојање специјализованих регулатора да остваре регулаторну арбитражу, тако да ризике из њихових различитих активности не контролише одговарајућа институција.

Пример овог типа је регулација финансијског тржишта у САД, на коме две институције регулишу емисију и промет хартија од вредности (*SEC* и *CFTC*), четири банкарство, а осигурање је у надлежности федералних држава. Међутим, америчка регулатива ће несумњиво еволуирати ка другим моделима, јер је у току реформа регулаторних институција. Оправдање за реформу тражи се у неадекватности овог модела да одговори изазовима развоја технологије и финансијских иновација, као и растућој интернационализацији тржишта.

Јединствена регулација је новији модел регулативе. У овом моделу, целину финансијског тржишта и све финансијске посреднике, независно у ком сегменту тржишта послују, контролише једна институција. Јединствена регулација оправдава се јединственим ризиком с којим се инвеститор суочава на финансијском тржишту, без обзира у које инструменте је извршио улагање, као и карактером модерних финансијских институција. Под утицајем технолошке и комуникационе револуције и тежње за профитом, ове институције данас имају углавном конгломератски облик организације – обављају послове банкарства, инвестирања и осигурања. Јединствена регулација остварује значајне уштеде у трошковима регулације и има потпунији преглед свих тржишних ризика; њена слабост је релативно сложенија контрола од стране представничких органа, као и могућност бирократских злоупотреба (Briault, 1999). Овај тип регулације први пут је уведен у скандинавским земљама (1988–1991), а његов најизразитији носилац је Управа за финансијске услуге (*FSA*) у Великој Британији, основана 1998. године.

Модел функционалне регулације изражен је кроз регулативу усмерену посебно на системску заштиту, а посебно на заштиту потрошача, односно једна регулаторна институција врши пруденциону контролу, а друга контролу обављања послова са клијентима. Овај модел присутан је у Аустралији од 1998. године („*Twin Peaks*“). Могућ је и модел у коме има више циљева регулације, са одговарајућим институцијама. Предност овог модела је јасно разграничење надлежности регулатора, а слабост је недовољна могућност супервизије конгломератских финансијских институција.

Нема идеалног модела регулације, зато што се „*финансијско тржиште развија различито у различитим земљама*“ (Goodhart, 1988, стр. 181). Оно с чиме се суочава сваки модел, то је независност регулаторних органа од политичких и економских интереса, као и њихова одговорност. С друге стране, основни проблем сваког модела је одржавање стабилности финансијског тржишта, односно опште поверење становништва у сигурност улагања, јер је она резултанта не само тржишних процеса и регулације финансијског тржишта, него и других утицаја – монетарне и фискалне политике, као и утицаја интернационалног тржишта.

Садашња финансијска криза открила је потребу за међународном регулативом. До сада, основни облик хармонизације националних законодавстава био је формирање стандарда пословања у банкарској области (Базелски комитет за банкарску супервизију) и области емисије и промета хартија од вредности (Међународна организација комисија за хартије од вредности – IOSCO); такође, на националне структуре финансијских тржишта утицала је и делатност Светске трговинске организације у области либерализације трговине услугама, укључив и финансијске. У предложеним реформама светске финансијске архитектуре, предвиђа се посебно међународно регулисање крупних банака, фондова заштите од ризика и рејтинг агенција.

IV Регулаторни модел финансијског тржишта Србије

Регулаторни модел финансијског тржишта Србије уобличен је низом закона који регулишу оснивање и пословање финансијских институција, као и другим законима који утичу на структуру финансијског тржишта.

Циљеви регулисања експлицитно су наведени у неким законима (нпр. обавеза Народне банке Србије да чува стабилност финансијског система; регулатива тржишта осигурања у циљу заштите потрошача), а законске норме садрже низ решења која се односе на поједине циљеве регулације.

Одржавање системске стабилности на банкарском тржишту може се извести из норме која даје дискреционо право НБС да у предузимању мера према банкама води рачуна о значају банке у финансијском систему, као и из норме која даје право Комисији за хартије од вредности да може наложити обуставу трговине у случају већих поремећаја на тржишту. Посебним законом је регулисано осигурање депозита у банкама, али не постоји закон о заштити улагања инвеститора у хартије од вредности.

Заштита потрошача, односно инвеститора садржана је у нормама које регулишу обелодањивање информација, право Комисије за ХОВ на поношење деривативне тужбе ради заштите инвеститора, поступак медијације пред НБС давалаца и корисника услуга банака и осигуравајућих друштава, спречавање злоупотребе привилегованих информација, права инвеститора у односу на брокерско-дилерска друштва и др.

Заштита интегритета тржишта регулисана је нормама које штите конкурентност банкарског система и забрану манипулација на тржишту хартија од вредности.

Сигурност и поузданост пословања финансијских институција остварује се путем регулаторних норми које се односе на правила уласка и изласка у област финансијског пословања, као и пруденциону контролу (у домаћој терминологији, користи се израз: бонитет, али без објашњења појма) банака, осигуравајућих друштава, друштава за управљање, брокерско-дилерских друштава и других институција.

Регулаторни модел, који се може извести из законских одредаба о надлежностима регулаторних органа, је хибридан. У основи, то је модел институционалне регулације, са елементима јединствене регулације. Народна банка Србије „издаје и одузима дозволе за рад, врши контролу бонитета и законитости пословања“ и доноси прописе којима се регулишу делатности банака, осигурања и добровољних пензијских фондова, а Комисија за хартије од вредности регулише емисију и промет хартија од вредности и послове инвестирања (инвестиционе фондове, преузимање). Регулаторни модел, међутим, садржи и низ елемената модела функционалне регулације. Тако, Народна банка Србије врши контролу пословања Централног регистра, у делу који се односи на платни промет; кастоди банке, у делу који се односи на извештавање; тржиште новца, мада то није изричито назначено. Комисија за хартије од вредности, с друге стране, регулише банке у обављању брокерско-дилерских послова, као и у обављању послова кастоди банке.

У модел су уграђени и *елементи саморегулације* кроз право организатора тржишта (берзе) и Централног регистра ХОВ да прописује правила понашања својих чланова и санкције за непоштовање тих правила.

Највећи део регулаторних процедура на финансијском тржишту садржан је у законским текстовима, тако да је дискрециона надлежност регулаторних органа смењена али није укинута. Ове процедуре су у великој мери компатибилне са решењима усвојеним у Европској унији, али се може очекивати да ће у даљим активностима на прихватању *acquis communautaire*, као и у активностима на прихватању споразума о услугама, ради реализације чланства у Светској трговинској организацији, регулаторна структура финансијског тржишта Србије бити даље прилагођавана.

Литература

1. G. J. Benston, „How much regulation of financial services do we really need?“, *Business Economics*, January 1, 2003.
2. C. B. Briault, „The Rationale for a Single National Financial Services Regulator“, *FSA: Occasional Paper Series*, No. 2, London, May 1999.

3. C. Goodhard, et al., *Financial Regulation: Why, How and Where Now*, Routledge, London, 1998.
4. D. Llewellyn, „The Economic Rationale for Financial Regulation“, *FSA: Occasional Paper Series*, No. 1, London, April 1999.
5. G. J. Stigler, „The Theory of Economic Regulation“, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, No.1, Spring 1971, стр. 3–21.
6. J. E. Stiglitz, „The role of the state in financial markets“, *World Bank Research Observer*, 1993, стр. 19 – 61.
7. L. Zingales, „The Costs and Benefits of Financial Market Regulation“, European Corporate Governance Institute, *Law Working Paper*, No 21, April 2002.

Branko VASILJEVIĆ, Ph.D

Professor at the Faculty of Political Sciences, University of Belgrade

Miona DELIĆ

Bachelor at Law

FINANCIAL MARKETS REGULATION

Summary

Current financial crisis enhanced the importance of the financial markets regulation. The main arguments for the governmental regulation of the market are market failures expressed as externalities, imperfect information and missing markets. Regulation is expressed as a system of objectives, procedures and rules as well as regulatory institutions and its accountability. So far, three regulatory models are created – institutional, single regulator and functional models. The regulatory model of the Serbian financial markets is an institutional one, but the characteristics of functional and single regulator models are also present.

Key words: *financial markets, regulation, market failures, regulatory models, Serbian financial markets.*