

INSTRUMENTI FINANCIJSKIH TRŽIŠTA

INSTRUMENTS OF FINANCIAL MARKETS

Vlado Sabljic

SAŽETAK

U ovom radu autor se bavi instrumentima financijskih tržišta. Rad pruža kratak pregled osnovnih instrumenata tržišta novca i tržišta kapitala. Pokazano je kako čitati financijska izvješća tržišta kapitala, kako iz njih izračunati price earnings ratio (PE), kako čitati financijska izvješća tržišta novca te kako računski utvrditi cijenu obveznice s obzirom na tržišnu kamatnu stopu. Uz to u radu se daje osvrt na suvremene instrumente i mehanizme tržišta kapitala kao što su futures ugovori, opcijski ugovori i sekuritizacija te se utvrđuje njihova povezanost s pojavom velike globalne financijske krize.

Ključne riječi: tržište kapitala, tržište novca, PE ratio, Sekuritizacija, financijska kriza

Keywords: capital market, money market, PE ratio, securitization, financial crisis

SUMMARY

The author deals with the instruments of financial markets. This paper provides a brief review of the basic instruments of the money and capital markets. It is shown how to read financial statements of the capital markets, how to calculate price earnings ratio (PE), how to read financial statements of the money markets and how to determine the bond price regarding the market interest rate. In addition, this paper provides a review of modern instruments and capital market mechanisms such as futures contracts, options and securitization, and it contains the analysis of their connections

with the emergence of global financial crisis.

UVOD

Glavni problem svakog gospodarskog sustava je dati odgovor na temeljna ekonomska pitanja: *što, kako i za koga* proizvoditi. Proizvodnja jednog dobra zahtjeva odustajanje od proizvodnje nekog drugog dobra ili usluge zbog ograničenih resursa s kojim proizvodni sustav raspolaže. Dobra i usluge se mogu proizvoditi različitom kombinacijom proizvodnih resursa. U ekonomskim modelima za potrebe teorijske analize navedene problematike proizvodni resursi su podijeljeni u tri osnovne kategorije: zemlja, rad i kapital. Potrebno je izabrati optimalnu kombinaciju rijetkih resursa (zemlje, rada i kapitala), a različiti gospodarski sustavi na različit način odgovaraju na postavljeno pitanje *kak*o proizvoditi, s obzirom na rijetkost tj. cijenu različitih proizvodnih resursa.

Za pribavljanje proizvodnih resursa potrebno je imati financijska sredstva. Poduzetnik koji zna odgovor na pitanje *što* i *kako* proizvoditi ne mora ujedno raspolagati i s financijskim sredstvima. On može potrebna financijska sredstva pribaviti na dva načina: posuditi ih što znači uzeti kredit ili pronaći osobe koji bi bili voljni investirati svoja financijska sredstva u njegov poduzetnički pothvat. U oba slučaja potrebno je da postoje novčano suficitarne jedinice kod kojih se akumulira štednja, te preusmjeravanje tih uštedjenih novčanih sredstva prema poduzetniku tj. prema novčano deficitarnoj jedinici u obliku investicija.

Kad bi štednja bila jednaka investicijama u financijska sredstva za sve ekonomske jedinice u ekonomiji tijekom svih vremenskih perioda, tada ne bi bilo potrebe za vanjskim financiranjem i ne bi postojala financijska tržišta. Svaka ekonomska jedinica bila bi sebi dovoljna; tekuća potrošnja i investicije plaćale bi se iz tekućeg dohotka. Vanjsko financiranje je potrebno samo kada investicije neke ekonomske jedinice prijeđu njenu štednju i kada ona tu razliku želi financirati posuđujući sredstva ili izdajući vrijednosni papir.¹⁶

Financijsko posredovanje tj. preusmjeravanje financijskih sredstava od novčano suficitarnih jedinica ka novčano deficitarnim jedinicama se često u literaturi naziva financijska intermedijacija. Najpoznatiji financijski intermedijeri su banke, međutim isto tako sve su važniji i investicijski fondovi, mirovinski fondovi, štedionice itd.

Kretanje novca prati kretanje vrijednosnih papira u suprotnom smjeru kao „potvrda“ o primljenom novcu. Vrijednosni papiri koji idu od novčano deficitarne jedinice ka novčano suficitarnoj jedinici mogu biti dionice, obveznice, međutim isto tako i ugovori o depozitu, kreditu i sl., s tim da ovi potonji nisu utrživi. Vrijednosni papiri predstavljaju potraživanje prema izdavateljevom budućem dohotku ili prema njegovoj imovini i u pravilu nose prinos ovisno o kamatnoj stopi. Kamatna stopa je trošak posuđivanja ili cijena koja se plaća za najam financijskih sredstava. Ovaj rad bavi se s vrijednosnim papirima kao instrumentima financijskih tržišta.

POJAM I ULOGA FINACIJSKIH TRŽIŠTA

Prema Gorencu, „Financijsko tržište (engl. financial market, njem. Finanzmarkt) znači

mjesta, osobe, instrumenti, tehnike i tokovi koji omogućavaju razmjenu novčanih viškova i manjkova, tj. novca, kapitala i deviza.“¹⁷ Iz navedene definicije može se zaključiti da financijsko tržište čini pet elemenata, a da je funkcija financijskih tržišta razmjena novčanih viškova i manjkova.

U društvenoj praksi pojedinih zemalja dade se primijetiti da financijska tržišta mogu biti više ili manje razvijena. Nerazvijena financijska tržišta svedena su na depozit, kredit i banke. Razvijena tržišta obiluju brojnim financijskim instrumentima, raznovrsnim financijskim institucijama i složenim financijskim tehnikama. Isto tako, postoji mnoštvo vrsta tržišta: tržište dionica, obveznica, državnih vrijednosnih papira, kredita, opcijskih i futures tržišta, tržišta potraživanja po kreditnim karticama, leasinskim poslovima, izvoznim potraživanjima, tržište novca, tržište kapitala, primarno tržište, sekundarno tržište, burza, OTC tržište itd. Raznovrsnost tržišta proizlazi iz različitih kriterija podjele tržišta. Financijska tržišta zapravo čine sudionici i instrumenti tržišta. Osnovna podjela financijskih tržišta koja se koristi pri izradi ovog rada je podjela financijskih tržišta na tržište novca i tržište kapitala.

INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA

Instrumenti novčanog tržišta imaju nekoliko važnih karakteristika koji presudno utječu na njihovu likvidnost i značaj. To su: kratki rok dospijeca, i to od nekoliko sati pa do jedne godine, sigurnost, tj. nizak stupanj rizika, visok stupanj likvidnosti, male fluktuacije u cijeni vrijednosnica i aktivno sekundarno tržište. Razvijeno tržište novca može se promatrati kao skup (sub)tržišta za trgovinu kratkoročnim instrumentima poduzeća, države i financijskih posrednika: Na tržištu novca kotiraju trezorski zapisi, komercijalni

¹⁶Van Horne, J. C. Financijsko upravljanje i politika (financijski menadžment), deveto izdanje, MATE, Zagreb, 1993. str. 550.

¹⁷Gorenc, V., Rječnik trgovačkog prava, MASMEDIA, Zagreb, 1997., str. 476.

zapisi, certifikati o depozitima, tržište bankarskih akceptata i repo ugovori.

Trezorski zapisi

Ministarstvo financija u skladu s pravilima i uvjetima aukcije izdaje kratkoročne prenosive nematerijalizirane trezorske zapise. Trezorski zapisi se izdaju s rokom dospjeća od 91, 182 i 364 dana. U pravilu imaju nešto povoljniji prinos od prinosa blagajničkih zapisa. Imaju visoki stupanj likvidnosti i sigurnosti. Upis trezorskih zapisa vrši se na aukcijama na koje imaju pravo izaći samo domaće banke i domaće tvrtke. U primarnoj aukciji prodaju se uz diskont dok se kasnije s njima trguje na sekundarnom tržištu. Trezorski zapisi su dakle kratkoročne obveze država te nose gotovo nulti rizik jer za njih jamči država.

Komercijalni zapisi

Komercijalni zapisi emitiraju poduzeća i financijske institucije - brokerska poduzeća, osiguravajuće kompanije, financijske kompanije. Izdavatelj komercijalnog zapisa se obvezuje u određenom roku isplatiti kupcu komercijalnog zapisa iznos uvećan za iznos kamata. Izdavatelj donosi odluku o izdavanju komercijalnog zapisa određenih karakteristika u svezi roka dospjeća i kamatne stope. Komercijalni zapis može a ne mora pratiti garancija banke. Kupac komercijalnog zapisa u pravilu ima visoko povjerenje prema izdavatelju tog vrijednosnog papira zbog njegovog boniteta i kreditne sposobnosti. Komercijalni zapisi su najstariji instrument novčanog tržišta a po obujmu transakcija samo ga nadmašuju trezorski zapisi. Po prirodi izdavatelja ovog vrijednosnog papira može se zaključiti da je to nešto rizičniji vrijednosni papir nego trezorski zapis (jer za njega jamči izdavatelj a to je u pravilu neko poduzeće, a za trezorski zapis jamči država). Međutim, ovu vrstu vrijednosnih papira izdavaju u pravilu velika poduzeća s visokim kreditnim statusom, pa se stoga i ovi papiri smatraju nisko rizičnim.

Većina komercijalnih zapisa je rangirano od različitih agencija za rangiranje

vrijednosnih papira te se na taj način pomaže investitorima ustanoviti razinu rizika. S druge strane, izdane bankarske garancije također doprinose razini povjerenja u ovu vrstu vrijednosnih papira kao i razini njihove likvidnosti.¹⁸

Repo ugovori – sporazumi o reotkupu

Naziv „repo ugovor“ dolazi od engleskog naziva „repurchase and reverse repurchase agreement“, to znači pozajmljivanje trenutno raspoloživih sredstava, a s druge strane, prodaju vrijednosnica zajmodavcu s obvezom ponovnog otkupa tih istih vrijednosnica od zajmodavca u dogovoreno vrijeme i po dogovorenoj cijeni, koja uključuje kamatu. Brokeri ili banke dogovaraju simultanu prodaju vrijednosnica i njihovu kupnju na neki budući datum po unaprijed ugovorenoj cijeni. Repo ugovori su krediti osigurani vrijednosnim papirom. Kod repo ugovora zajmoprimac prodaje vrijednosne papire drugoj strani na kratki rok s obvezom da će po isteku ugovorenog roka ponovno otkupiti te iste vrijednosne papire. U pravilu se kod repo ugovora za osiguranje koriste državni vrijednosni papiri. Motiv privremenog kupca vrijednosnog papira koji je u ulozi kreditora jest u tome da prima određeni prihod dok drži vrijednosni papir tj. dok kreditira zajmoprimca. Duljina razdoblja obvezatnog držanja vrijednosnog papira može biti od jedne noći (prekonoćni) do nekoliko dana. Repo ugovori su jedan od alata koje koriste centralne banke u provođenju monetarno-kreditne politike. Pomoću njih često vrše korekciju novčane mase i razinu kamatne stope. Postoji određeni rizik koji preuzima i prodavatelj i kupac repo ugovora. Primjerice, ako poraste kamatna stopa na tržištu novca to će utjecati na pad vrijednosti vrijednosnice koja se koristi u repo ugovoru. U tom slučaju gubi korisnik kredita jer mora otkupiti vrijednosnicu po unaprijed dogovorenoj višoj cijeni od

¹⁸Koch, T., W., MacDonald, S., S., Bank Management, fifth edition, Thomson, Southwestern, Ohio, 2003. str. 716.

tržišne. Ponuđač kredita je izložen riziku pada kamatne stope, tj. rasta vrijednosti vrijednosnice koju mora ponovno prodati po nižoj cijeni koja je unaprijed dogovorena.¹⁹

Kod repo ugovora uobičajeno je da je banka (a to je najčešće centralna banka) stranka koja prodaje vrijednosnice, tj. prima novac tako da je ona zapravo u ulozi posuditelja novca. Kada je banka (tj. centralna banka) u ulozi stranke koja posuđuje drugoj strani novac (na osnovu kupljenog vrijednosnog papira) tada se takav ugovor naziva „obrnuta repo transakcija“²⁰

Prenosivi certifikati o depozitu

Prenosivi certifikat o depozitu - negotiable certificate of deposits – NCD ili depozitne note - depository notes je vrijednosni papir koji izdaje neka banka kao dokaz o postojanju depozita. Glavne odrednice ovog instrumenta su: iznos depozita, datum dospijeca, kamatna stopa i način obračuna kamate. Certifikat o depozitu je vrijednosni prenosivi papir kojim banke pribavljaju kratkoročna novčana sredstva s rokom od nekoliko tjedana ili dugoročna sredstva s rokovima od više godina. Prenosive certifikate o depozitu banke „prodaju“ emitirajući njihova izdanja u velikim iznosima ili ih izdaju na temelju depozita. Zbog povjerenja u dužnike – banke emitente, tražen su instrument financijskog tržišta. Za individualne investitore emitiraju se s nominalom od stotinu ili više dolara, a za velike institucionalne investitore s nominalnom vrijednošću od preko 100.000, do onih s nominalom od više milijuna američkih dolara. Za razliku od standardnog bankovnog depozita koji se može razročiti samo uz određene restriktivne uvjete, CD se brzo i lako unovčava na sekundarnom tržištu i to na tržištu novca. Ne treba ga miješati s potvrđama o depozitu koje nisu

utržive. Certifikati o depozitu su zanimljivi investitorima zbog toga što nose prinos veći nego trezorski zapisi i ako su izdani od dobro poznate banke lako se prodavaju na sekundarnom tržištu prije datuma njihovog dospijeca.

Bankovni akcept

Bankarski akcept je jedan od najstarijih instrumenata novčanog tržišta. Bankovni akcept nastaje akceptiranjem mjenice. Akcept je izjava koja se stavlja na mjenicu od strane neke osobe (akceptanta), u pravilu poslovne banke kojom dotična izjavljuje da prihvaća mjeničnu obvezu. To se provodi tako da akceptant stavlja klauzulu „akceptiram“ ili „prihvaćam“ i sl. i ispod toga stavlja svoj vlastoručni potpis. U ulozi akceptanta se najčešće nalazi trasat, ali to može izvršiti i bilo koja druga osoba. U praksi između trasanta i trasata postoji tzv. predugovor o akceptu, po kojem se trasat obvezuje da će do određenog iznosa akceptirati mjenice koje bude vukao na njega trasant, međutim ovaj sporazum se ne vidi iz same mjenične isprave.²¹

Bankarski akcept se u praksi koristi kao poticaj u poslovanju domaćih i inozemnih poslovnih subjekata. Uvoznik ne mora odmah platiti uvezenu robu već može koristiti posredovanje banaka čime je omogućena poslovna transakcija. Bankarski akcept je veoma siguran i visokokvalitetan instrument novčanog tržišta jer za njih jamče banke. Uobičajeni rokovi bankarskih akceptata su od 30 do 270 dana, a najčešći su od 90 dana.

Nakon što banka kreira akcept akceptiranjem mjenice ona ima na raspolaganju dvije opcije: da proda akcept ili da ga zadrži u svom portfelju. Ako proda akcept ona ostvaruje proviziju bez angažmana svojih sredstava, jer to za nju preuzima kupac akcepta – investitor. Ako banka zadrži akcept ona tada postaje investitor te taj akcept može veoma brzo

¹⁹Svilokos, T., Razvitak financijskih tržišta Hrvatske i drugih zemalja u regiji i njihova integracija u financijski sustav EU, doktorska disertacija, Sveučilište u Mostaru, 2009., str. 22.

²⁰Koch, T., W., MacDonald, S., S., op.cit. str. 712.

²¹Konjhodžić, H., (red.) Međunarodna privreda, ekonomsko i političko – pravni aspekti, LOGOS, Split, 2001., str. 379.

konvertirati u klasični kredit. Jedan dio akcepata prodaje se putem dilera koji povezuju banke i investitore. Dileri zarađuju na razlici između njihove kupovne cijene od banke i prodajne cijene investitorima, ili na promjenama kamatne stope.²²

INSTRUMENTI TRŽIŠTA KAPITALA

Dionice

Dionica je vrijednosni papir koji predstavlja pravo vlasništva u nekom dioničkom društvu. Vlasnik dionice tj. dioničar u pravilu ima pravo na postotni udio svega što dioničko društvo posjeduje, među ostalim i pravo na dobitak dioničkog društva. Dionička društva svojim dioničarima obično plaćaju dividendu iz neto dobiti društva te vrlo često s rastom dobiti poduzeća raste i iznos dividende. Postoje obične tj. redovne i povlaštene dionice. U načelu svaka redovna dionica nosi jedno pravo glasa na skupštini dioničara. Cijenu dionica određuje ponuda i potražnja na tržištu kapitala, a one se mogu kupiti ili prodati na burzama vrijednosnih papira.

Dioničar je imatelj dionice, osoba koja je kupnjom dionice stekla sva prava i obveze iz dionice, a to su pravo birati i biti biran u organe dioničkog društva, odlučivati na skupštini društva, sudjelovati u dobitku društva, pravo na sudjelovanje u raspodjeli imovine poduzeća u slučaju bankrota, obvezi naknadnih uplata, pravo na nove dionice ako se izdaju i sl. Dioničar može biti fizička i pravna osoba. Dioničko društvo može se sastojati i od samo jednog člana. Za obveze dioničkog društva dioničar ne odgovara. Rizik dioničara sveden je na uplaćeni ulog.

Dionice imaju nominalnu, knjigovodstvenu i tržišnu vrijednost. Nominalna vrijednost dionice ima značenje jedino kod inicijalnog

plasiranja dionice dok je tržišna vrijednost zapravo stvarna vrijednost koju neka dionica postiže na tržištu i predmet je interesa dioničara. Knjigovodstvena vrijednost dionice računa se iz odnosa dioničke glavnice i broja dionica u prometu.²³

Financiranjem emisijom običnih dioničara donosi poduzeću određene prednosti i nedostatke. Prednosti su:

- Kapital pribavljen od dioničara nema rok dospijeca, što znači da ga poduzeće ne mora zamijeniti drugim izvorom financiranja,
- Trošak trajnog kapitala - dividenda, tj. povrat na kapital osiguran od vlasnika nije zakonska obveza, pa poduzeće s jedne strane, nije pod pritiskom bankrota u slučaju lošeg poslovanja, dok s druge strane umjesto da povrat na korišteni kapital isplati dioničarima može iskoristiti (djelomice ili u cijelosti) za proširenje poslovanja,
- Porast dioničkog kapitala, budući da inkorporira rezidualna potraživanja prema imovini poduzeća emitenta, povećava zaštitu vjerovnika u slučaju gubitaka, a time i kreditnu sposobnost poduzeća,
- Ponekad je lakše kompanijama pribaviti sredstva emisijom dionica zbog veće stope povrata u odnosu na druge korporacijske vrijednosnice kao u inflatornim razdobljima zbog veće zaštite vlasničkih instrumenta.

Nedostaci financiranja emisijom dionica su:

- Emisija novih dionica može dovesti do promjene kontrole nad kompanijom čemu mogu biti osobito neskloni vlasnici manjih tvrtki,
- Emisija dionica, napose od zrelog poduzeća može se protumačiti kao negativni signal - da menadžeri smatraju dionice poduzeća precijenjenim, što

²²Cooke, T., Q., Rowe, T., D., Instruments of The Money Market, FRB of Richmond, Richmond, 1986., str. 131

²³Vidučić, Lj. Financijski menadžment, IV izdanje, RRIF-plus d.o.o., Zagreb, 2004., str. 164.

- može navesti investitore da prodavaju te dionice i time snize njihovu cijenu,
- Troškovi flotacije (upisa i distribucije) dionica viši su nego kod prioriternih dionica i obveznica.²⁴

Dionice su najvažniji tip vrijednosnica i njihova vrijednost je pod utjecajem brojnih faktora. Glavni razlog zašto ulagači kupuju dionice nije primanje dividende niti pravo glasa na glavnoj skupštini dioničara, već očekivanje kupca dionice da će njihova cijena porasti na tržištu iznad one za koju su je kupili. Samo rijetki kupuju dionice zbog toga što one nose i vlasnička prava.

Danas se dionička društva klasificiraju u dvije grupe: „privatna dionička društva (private corporation)“ i „javna dionička društva (public corporation)“. Privatna dionička društva su ona čije su dionice u vlasništvu relativno malog broja fizičkih ili pravnih osoba i nisu predmet trgovanja na burzovnom tržištu. Javna dionička društva su ona čijim se dionicama trguje slobodno na tržištu kapitala i mogu biti kupljene od bilo kojeg sudionika na tržištu. Takva društva mogu imati tisuće ili čak milijune vlasnika dionica. Primjerice American Telephone & Telegraph ima preko dva milijuna dioničara, a General Motors oko jedan milijun.²⁵

Uz obične dionice u praksi se koriste i preferencijalne ili povlaštene dionice. To su dionice koje se razlikuju od običnih dionica po tome što imatelji ove vrste dionica imaju određeni povlašteni položaj u odnosu na imatelja obične dionice. Vlasnik preferencijalne dionice ima prioritet u sudjelovanju u raspodjeli dobiti i u sudjelovanju u raspodjeli likvidacijske mase poduzeća. Preferencijalne dionice nude vlasniku pravo na fiksnu dividendu,

ali u pravilu nose i manja upravljačka prava.

Kumulativne preferencijalne dionice osiguravaju, u slučaju da u jednoj godini poduzeće ne isplati dividendu, da dioničar ima pravo primiti zaostatke dividendi iz budućeg profita prije nego se objavi plaćanje za obične dionice.

Preferencijalne dionice se smatraju hibridni način financiranja jer sadrže obilježja i duga i običnih dionica. One kao i obične dionice nemaju rok dospijeca, međutim vrlo često sadrže mogućnost poduzeća da otkupi te dionice po pozivnoj cijeni koja se definira pri izdavanju dionice i u pravilu je veća od cijene po kojoj se po prvi put prodavaju. Navedeno svojstvo daje poduzeću fleksibilnost u dinamici financiranja. Neke preferencijalne dionice su konvertibilne za obične dionice te ih imatelj može u svakom trenutku konvertirati u obične dionice. Isto tako, preferencijalna dionica može imati opciju poziva prema kojoj poduzeće može prisiliti vlasnika da izvrši konverziju. Jedan od motiva financiranja preferencijalnim dionicama u odnosu na klasični zajam poduzeće vidi u tome što se dividenda ne mora isplatiti dok se kamate i dio duga mora otplatiti bez obzira na financijski rezultat poduzeća. Drugi motiv je u tome što ta dionica nema konačni rok dospijeca pa ima karakteristike vječnog zajma. Suprotno od vjerovnika po klasičnom zajmu, preferencijalni dioničari ne mogu prisiliti poduzeće na zakonski bankrot. Burze izdavaju burzovna izvješća u kojem se nalaze podatci o cijenama dionica. Slijedi primjer s objašnjenima burzovnog izvješća o kretanju cijene dionica s Bečke burze u tablici broj 1.

²⁴Ibid., prema: Brigham, E., F., Gapenski, L., C., Financial Management – Theory and Practice, The Dryden Press, 1991., str. 166.

²⁵Kapoor, J., R., Dlabay, L., R., Hughes, R., J., Personal Finance, Third Edition, IRWIN, Sydney, 1994. str. 440.

Tablica 1. Cijene najlikvidnijih dionica s Bečke burze na dan 3. siječnja 2007.

Naziv poduzeća	Prinos na godišnjoj	Obujam dnevne trgovine	Cijena dionice u trenutku	Najviša i najniža cijena unutar 52 tjedna	Cijena dionice u trenutku		Najviša i najniža cijena unutar 52 tjedna	Promjena u odnosu na prethodni	52 Week	52 Week
					High	Low				
Company	Div	Yield	PE	Vol	High	Low	Close	Chg	High	Low
Bank Austria Credit	2.50	2.05	9.75	336	123.00	120.82	123.00	+1.55	122.90	90.34
BoehlerUddeholm	1.88	3.41	12.04	1,937	54.80	53.16	53.46	-1.43	54.89	32.70
EVN	1.20	1.33	16.59	97	90.09	89.41	89.71	-0.37	100.80	67.75
ErsteBank	0.55	0.91	19.87	8,443	61.30	59.81	60.95	+0.95	61.30	39.05
FlughafenWien	2.00	2.63	21.56	236	76.00	75.70	76.00	+0.10	77.30	51.50
Immoeast	...	...	15.94	12,150	10.79	10.71	10.79	+0.11	10.80	8.14
Immofinanz	...	...	10.30	18,445	10.92	10.84	10.91	+0.10	10.92	8.15
Mayr-Melnhof	2.60	1.82	15.73	73	143.00	141.85	142.40	-0.10	154.40	116.64
Verbund	0.50	1.22	26.09	2,012	41.44	40.18	40.36	-0.57	42.00	29.75
Wienerberger	1.18	2.58	16.88	2,510	46.00	45.34	45.54	-0.20	46.02	32.11
bwin Interactive	...	...	12.30	3,571	18.23	17.20	18.15	+1.01	105.50	13.00
voestalpine	0.77	1.78	11.72	3,593	43.42	42.10	42.10	-1.39	43.55	20.88

Izvor: Wall Street Journal Online – Internet adresa: <http://online.wsj.com/mdc/public/>

U tablici se vidi da je Bank Austria Credit isplatila 2,50\$ dividende po dionici, što znači da je prinos dividende (Yield) iznosio 2,05%. Ovaj podatak se dobiva ako se podijeli iznos dividende s prosječnom najvećom i najmanjom cijenom dionice

$$\left(\frac{2,5}{\frac{120,82 + 123,00}{2}} \cdot 100 = 2,05\% \right) \text{ PE tj.}$$

price earnings ratio se dobiva dijeljenjem cijene dionice sa zaradom poduzeća po dionici (EPS – earnings per share). To je vjerojatno najkorišteniji i najpoznatiji fundamentalni omjer po kojem se uspoređuju i vrednuju poduzeća. Ovaj

omjer pokazuje koliko je puta tržište spremno platiti na neto zaradu poduzeća po dionici. Bez obzira na njegovu vrlo široku upotrebu, ovaj omjer ima nedostatak u nemogućnosti usporedbe s drugim kompanijama u slučaju da poduzeće ostvaruje neto gubitak. Drugi problem usporedbe ovog pokazatelja je u situacijama kada većina poduzeća na burzi nisu profitabilna ili imaju profitabilnost ispod razine industrije. U takvim slučajevima nije moguće izračunati ovaj pokazatelj ili on ima nerealno visoku vrijednost što otežava usporedbu i procjenu vrijednosti poduzeća.²⁶ Visoki PE u pravilu imaju dionice koje imaju visoki potencijal rasta ali to treba uzeti s rezervom zbog gore navedenih nedostataka tog pokazatelja.²⁷

Opseg trgovanja dionicom iz odabranog primjera je relativno mali s obzirom na trgovanje drugim dionicama, što se vidi iz stupca „Vol“. Iz podatka opsega trgovanja možemo donijeti sud u svezi likvidnosti dionice. Kretanje cijene dionice je uzlazno, te ne oscilira previše na godišnjoj razini. Navedeno se utvrđuje iz posljednja dva stupca tablice.

Obveznice

Obveznice su uz dionice najpoznatiji tip vrijednosnih papira. Postoje gotovo na svim burzama. Zbog svojih obilježja obveznice su puno konzervativniji instrument u odnosu na dionice, pa stoga niti njihove cijene nemaju značajnih oscilacija. Obveznica (engl. Bond) je tip vrijednosnice kojim se izdavatelj obveznice (engl. Issuer) obvezuje vratiti primljenu sumu novca u određenom roku dospijea (engl. Maturity), a u međuvremenu vlasniku obveznice (engl. Bondholder) isplaćivati točno određenu kamatu koja je navedena na obveznici (engl. Stated Interest Rate, Coupon Rate).

Obveznice su, dakle, jedna vrsta zajma u kojem zajmoprimac izdaje obveznicu kao potvrdu na osnovu koje imatelj te potvrde tj. obveznice ostvaruje određeno pravo na isplatu kamate. Obveznice se prodavaju s kuponom ili bez kupona. Navedena definicija obveznice je definicija obične obveznice s kuponom. Kupon je kamatna stopa prema kojoj se računa prihod od obveznice. Obveznice su instrument trgovanja na tržištu kapitala što znači da su lako prenosive.

Postoji više vrsta obveznica: obične obveznice, vječne ili neiskupive obveznice, obveznice bez kupona, konvertibilne obveznice, obveznice s varantom, obveznice vezane za indeks i obveznice denominirane u dvije valute.

Vječne obveznice nemaju rok dospijea, a neke se mogu iskupiti po pozivu imatelja te obveznice. Obveznice bez kupona ne donose nikakve isplate prije dospijea same obveznice, međutim one se prodaju po velikom diskontu u odnosu na nominalu. Konvertibilne obveznice su one koje su zamjenjive za neki drugi vrijednosni papir, u pravilu za dionice prema određenim uvjetima. Mogu biti zamjenjive po pozivu izdavatelja obveznice ili po pozivu imatelja obveznice. Konverziju vrši izdavatelj obveznice. Obveznice s varantom nose sa sobom i specijalno pravo kupovine nekog drugog vrijednosnog papira u budućnosti po unaprijed određenoj cijeni. Vrijednost obveznica vezane za indeks u trenutku njihovog dospijea ovisi o kretanju nekog određenog indeksa. Kod obveznice denominirane u dvije valute kupon se može isplaćivati u jednoj valuti, a iskupna cijena u nekoj drugoj valuti.

S obzirom na mjesto izdavatelja postoji domaće obveznice, strane i euroobveznice. Domaće obveznice izdaju poduzeća koja imaju sjedište u tuzemstvu. U tu grupu spadaju i obveznice koje izdaje sama država. Strane obveznice izdaju strana poduzeća ili države koje svoje sjedište imaju u inozemstvu a prodavaju svoje obveznice u tuzemstvu. Euroobveznice su

²⁶Gregorić, J., (Pre)visoki omjeri cijena i zarada, Investitor - financijski magazin, god. 1, br. 4, Masmedia, Zagreb, 2007. str. 14.

²⁷Svilokos, T., op.cit., str. 34.

vrijednosni papiri s eurotržišta. Eurotržište je specifično tržište koja nisu nigdje stvarno locirana i ne nalaze se ni pod čijom jurisdikcijom, već ga stvaraju američke, japanske i europske banke međusobno, uglavnom na europskim kontinentu.

S obzirom na tip izdavatelja razlikuju se državne, korporacijske i municipalne obveznice. Državne obveznice izdaju organi državne vlasti za financiranje javnih dobara tj. proračunskih izdataka i prilikom čega nastaje javni dug. Te se obveznice smatraju vrlo sigurne zbog toga što za njih garantira država, a isplatu obveznice ona garantira svojim poreznim sustavom. Korporacijske obveznice izdavaju poduzeća za financiranje svojih projekata. Poduzeća garantiraju svojom imovinom za izdane obveznice te tretiraju izdane obveznice u svom računovodstvu kao bilo koji drugi zajam. Municipalne obveznice izdaje lokalna samouprava tj. općine, županije i gradovi. Postoje dvije vrste municipalnih obveznica: obvezujuće obveznice i prihodovne obveznice. Obvezujuće se koriste za popunjavanje proračuna, a lokalna samouprava jamči za isplatu tih obveznica. Prihodovne obveznice se koriste za točno određenu namjenu tj. projekt (npr. za izgradnju sportskog centra) te se isplaćuju samo iz prihoda tog projekta. Zbog svojih karakteristika prihodovne obveznice su riskantnije u odnosu na obvezujuće, međutim nose i višu stopu prinosa.

Cijena obveznice ovisi o dva faktora. To su trenutna tržišna kamatna stopa i povjerenje investitora u izdavatelja kupljene obveznice. Tržišna kamatna stopa se koristi kao diskontni faktor za izračunavanje vrijednosti obveznice po formuli:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{K}{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^i} + \frac{N}{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^n} \quad (1)$$

Gdje su: P – cijena obveznice na tržištu, p – tržišna kamatna stopa, n – broj perioda do dospjeća obveznice, tj. broj isplata kupona, K – kuponski prinos obveznice (engl. Coupon Yield), N – nominalna vrijednost obveznice koja se isplaćuje u trenutku dospjeća obveznice.

Kao što je iz priložene formule vidljivo, vrlo je bitna kamatna stopa u određivanju cijene obveznice, a kako se ona nalazi u nazivniku izraza (1), to znači da smanjivanje tržišne kamatne stope dovodi do povećanja vrijednosti obveznice i obratno. Priložena formula je teoretska osnova za izračun vrijednosti obveznice s kuponom. Vrijednost obveznice bez kupona bi se izračunavala po formuli:

$$P = \frac{N}{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^n} \quad (2)$$

Tablica 2. Cijene najlikvidnijih američkih obveznica na dan 3. siječnja 2007

Naziv izdavatelja	Simbol	Datum dospjeća obveznice	Najveća cijena obveznice	Zadnja cijena obveznice	Prinos na godišnjoj razini s obzirom na cijenu	Najniža cijena obveznice				
Issuer Name	Sym	Nominalna kamata obveznice (kupon)	Ocjena kvatitete obveznice	Rating body's/S&P/Fitch	High	Change	Yield %			
FORD MOTOR	F.GY	7.450%	Jul 2031	Caa1	CCC+B-	81.840	76.750	79.220	0.407	9.681
FORD MOTOR CREDIT CO	F.GSG	8.000%	Dec 2016	B1/B	BB-	101.913	98.750	99.125	0.005	8.129
GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	GMA.HF	8.000%	Nov 2031	Ba1	BB+/BB+	115.063	112.500	114.875	-3.224	6.755
GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	GMA.IMW	6.750%	Dec 2014	Ba1	BB+/BB+	103.750	101.475	103.188	-0.188	6.231
GENERAL MOTORS	GM.HB	8.375%	Jul 2033	Caa1	B-/B	92.688	89.780	92.625	0.385	9.116
DELTA AIR LINES	DAL.GJ	8.300%	Dec 2029	--/--	C	68.500	64.150	65.870	0.370	N/A
CLEAR CHANNEL COMM	CCU.GV	5.500%	Sep 2014	Baa3	BB+/BB-	85.375	85.052	85.125	0.169	8.140

Izvor: Wall Street Journal Online – Internet adresa: <http://online.wsj.com/mdc/public/>

Iz tablice 2. se vidi, primjerice, da je od prikazanih obveznica najveći prinos po kuponu imala obveznica Ford motor credit co., međutim stvarni prinos ovisi o cijeni obveznice pa je stvarni prinos nešto manji. Najveći stvarni prinos nosi Ford motor, međutim vidimo da je ta obveznica imala i najnižu ocjenu kvalitete obveznice.

NOVI INSTRUMENTI TRŽIŠTA NOVCA I KAPITALA

Financijske inovacije potaknute razvojem tehnologije utjecale su na razvoj novih i modifikaciju tradicionalnih instrumenata tržišta novca i kapitala. Posljedice pojave novih financijskih instrumenata (futuresa, opcija isekuritizacije) ogledaju se u povećanju izbora investitora za rješavanje određenih financijskih problema (npr. zaštite od rizika), ali isto tako i u povećanju mogućnosti pogreške njihove primjene, a što ukazuje na povećanu potrebu regulacije. Naime, novi instrumenti su daleko složeniji od tradicionalnih. Kada se pravilno koriste,

oni mogu odlično poslužiti kao instrument hedginga, povećanja likvidnosti i prevladavanja rizika. Međutim, njihova složenost i kompleksnost može utjecati da ih čak iiskusni bankari i manageri financijskih poduzeća neprimjereno koriste kao alat preuzimanja prevelikih rizika. Upravo se to dogodilo u SAD-u čime je pokrenuta krajem 2007. godine globalna financijska kriza.

Futures ugovori

Futures (engl. futures contracts, njem. Finanztermingeschäft) ili ročnica, oblik kupoprodajnih ugovora, isporukom terminski pozicioniranih na buduće vrijeme. Cijena i uvjeti se unaprijed definiraju, a isporuka je odgođena. Futures ugovori su nastali na području tržišta poljoprivrednih proizvoda (zbog sezonskog karaktera proizvodnje), zatim na tržištu metala, a danas su se znatno proširili na razvijenim tržištima kapitala i vrijednosnih papira.

Futures poslovi se mogu podijeliti na realne i špekulativne poslove. Realni su oni kad se roba s kasnijom isporukom kupi radi njezine stvarne uporabe, a špekulativni oni

kad se roba kupuje s ciljem da se dalje preprodaje kako bi se na tom poslu zaradilo na promjeni cijene. U futures ugovorima je specificirana količina imovine koja treba biti isporučena, vrsta imovine, minimalne promjene cijena ugovora i vremensko razdoblje ugovora. U trgovini s futuresima, ugovorna obveza se ne uspostavlja izravno između dvije protu stranke u ugovoru, tj. između kupca i prodavatelja, već neizravno posredstvom posebne institucije tzv. Clearing House. Clearing House time postaje kupac svakom prodavatelju, odnosno prodavatelj svakom kupcu. Na taj način se uspješno uklanja eventualni rizik nesolventnosti suprotne stranke u ugovoru kojim bi se dovelo u pitanje izvršavanje ugovorene obveze. Naime, kako se ugovorene obveze realiziraju tek u budućnosti, a ne na dan sklapanja ugovora, postoji realna opasnost, posebno kad se radi o dugoročnim ugovorima, da partneri dođu u situaciju da ne mogu izvršiti ugovorenu obvezu.²⁸

Cijena po kojoj se trguje s futures ugovorima ovisi o cijeni vrijednosnih papira koji su predmet futures ugovora. Cijena kupoprodaje futuresa može se mijenjati. Budući da je svaki ugovor na relaciji prodavatelj – Clearing House popraćen kontra ugovorom na relaciji Clearing-House – kupac, svaka promjena cijene će istodobno značiti gubitak po osnovi jednog ugovora i dobit po osnovi drugog ugovora. Za potrebe te promjene cijena Clearing House vodi sredstva tzv. inicijalne marže, a doplata na tu maržu je nužna samo ako zbog promjene visine cijena dolazi do gubitka koji prelazi određenu granicu visine inicijalne marže. Na dan isteka futures ugovora, cijena ugovora je jednaka cijeni imovine koju se dostavlja.

Američke terminske burze su prve razvile futures ugovore ranih osamdesetih, a kasnije se trguje futures ugovorima na Londonskoj međunarodnoj burzi terminskih

ugovora. Futures ugovori na indeks dionica razvijeni su 1982. godine kako bi udovoljili potrebi upravljanja rizikom tržišta dionica te su postali futures ugovori kojima se najviše trguje.

Opcijski ugovori – opcije

Opcije (engl. options, njem. Option) su pismene punomoći kojima njihov izdavatelj daje kupcima pravo na kupnju i/ili prodaju određenog paketa vrijednosnih papira u određenom vremenu i po utvrđenoj cijeni. To su samostalni vrijednosni papiri uvedeni i na tržište kapitala. Po svojoj definiciji opcija je ugovor koji kupcu opcije daje pravo ali ga ne obvezuje na kupnju ili prodaju utvrđenog vrijednosnog papira po određenoj cijeni u određenom vremenskom razdoblju, a prodavatelj opcije ima obvezu kupiti ili prodati utvrđeni vrijednosni papir po definiranoj cijeni ukoliko to od njega zatraži kupac opcije. U opcijskim ugovorima definirana su tri uvjeta: imovina koja treba biti isporučena, cijena imovine i vremensko razdoblje u kojem se pravo sadržano u ugovoru mora iskoristiti.

U praksi postoje tri vrste opcijskih ugovora. To su ugovori „call“ opcije, ugovori „put“ opcije, te ugovori „double“ opcije. „Call“ opcija daje imatelju pravo kupnje određene količine nekog financijskog instrumenta po točno definiranoj cijeni. Ovaj se oblik opcije kupuje kad se očekuje rast cijena na tržištu, s tim da investitor istovremeno želi ograničiti svoj mogući gubitak ako se dogodi suprotno. „Put“ opcija je suprotna „call“ opciji. Ona daje imatelju pravo prodaje određene količine nekog financijskog instrumenta po točno definiranoj cijeni. Ovaj se oblik opcije koristi kad se očekuje pad cijena na tržištu, s tim da investitor istovremeno želi ograničiti svoj mogući gubitak ako se dogodi suprotno. „Double“ ili dvostruka opcija ide u oba smjera a koristi se kad investitor očekuje zaradu bez obzira u kojem će se pravcu kretati tržište. Potrebno je samo da se cijena promjeni u tom

²⁸Konjhodžić, H., op. cit. str. 509.

rasponu da pokrije i dvostruku premiju koja se plaća za ovu vrstu opcije.²⁹

S obzirom na to da li kupac opcije ima mogućnost realizacije opcijskog ugovora u bilo kojem trenutku tijekom trajanja opcije razlikuju se „američke“ i „europske“ opcije. Kod američkih opcija realizacija ugovora je moguća u bilo kojem trenutku do konačnog roka opcije, a kod europske opcije to je moguće samo na određeni datum tj. na dan dospijeca roka opcije. S obje vrste opcija se trguje podjednako i u Americi i u Europi.³⁰

Ako se pravo iz osnova opcije, tj. kupovina ili prodaja utvrđenog vrijednosnog papira ne realizira unutar opcijskog razdoblja, opcija prestaje postojati a kupac opcije je ostvario gubitak iz tog posla u razini cijene opcije. Kako je cijena po kojoj se mogu vrijednosni papiri po opciji trgovati definirana unaprijed, zbog kretanja cijena vrijednosnog papira koji je predmet u opcijskom ugovoru dolazi do toga da opcija može imati tri tzv. stanja: „at the money“, „in the money“ ili „out the money“. U prvom slučaju podudaraju se fiksna cijena po kojoj se može realizirati opcija i tržišna cijena tih vrijednosnih papira. Pravo na realizaciju takve opcije ne donosi vlasnika opcije u ništa povoljniji položaj nego što su to bilo koji drugi sudionici na tržištu u tom trenutku jer je i onako je za tu cijenu vlasnik opcije mogao kupiti tj. prodati odnosno vrijednosni papir, pa se opcije u takvoj situaciji pravilu ne realiziraju. Kod opcije „In the money“ je fiksna cijena „call“ opcije niža od tržišne cijene vrijednosnog papira koji je predmet kupnje, odnosno kod nje je fiksna cijena „put“ opcije viša od tržišne cijene vrijednosnog papira koji je predmet prodaje. Realizacijom opcije u takvoj situaciji vlasnik opcije će zaraditi jedino ukoliko je razlika u cijeni dovoljno velika da pokrije troškove kupnje opcije (premiju), te da

osigura i dodatnu zaradu. Treći slučaj se može dogoditi kada je fiksna cijena „call“ opcije viša od tržišne cijene vrijednosnog papira koji je predmet kupnje, odnosno kada je fiksna cijena „put“ opcije niža od tržišne cijene vrijednosnog papira koji je predmet prodaje. Očigledno je da će cijena „out the money“ opcije biti vrlo mala ili jednaka nuli, ovisno o preostalom vremenskom roku trajanja opcije, a „in the money“ opcija će imati financijsku vrijednost ovisno o dubini „in the money“ pozicije te ju imatelj opcije može prodati prije datuma isteka vrijednosti opcije te ostvariti određenu zaradu.

Trgovina opcijama je vrlo značajan instrument suvremenog tržišta kapitala zbog prednosti koje ona pruža. Jedna od značajnih prednosti je što je kod trgovine opcijama maksimalni gubitak kupca opcije limitiran premijom koja se plaća prilikom kupnje opcije. Istodobno, opcija omogućava brzo ostvarivanje profita uz relativno mala ulaganja. Konačno, opcije su fleksibilne i mogu se na odgovarajući način kombinirati s drugim instrumentima u cilju zaštite financijske pozicije i profita kupca (odnosno ulagača). Navedene prednosti su glavni razlog brze afirmacije trgovine opcijama na razvijenim financijskim tržištima.

Sekuritizacija

Sekuritizacija se u širem smislu može objasniti kao način prikupljanja sredstava putem kreditnih (dužničkih) vrijednosnih papira zadužnica. U užem smislu sekuritizacija je proces kreiranja utrživih financijskih instrumenata na temelju nekih nelikvidnih oblika aktive, kao što su automobilski ili hipotekarni krediti.³¹

Ovom tehnikom se klasični oblici potraživanja preobražavaju u nove odnose zaduženja koje predstavljaju vrijednosni papiri u kojima su ti odnosi utjelovljeni. Sekuritizacijom se želi osloboditi dio imobiliziranog kapitala za druge svrhe,

²⁹ Andrijanić, I., Poslovanje na robnim burzama, drugo izdanje, MIKRO RAD, Zagreb, 2003., str. 106.

³⁰ Siegel, D.R., Siegel, D.F., The Futures Markets - Arbitrage, Risk Management and Portfolio Strategies, McGraw Hill Book Company, London, 1990., str. 427.

³¹ Lovrinović, I., Uzroci promjena na suvremenom financijskom tržištu, Računovodstvo i financije, 6/96, Zagreb, 1996., str. 63.

povećati povrat na angažirani kapital, diversificirati kreditni i minimizirati kamatni rizik te osigurati dodatne izvore likvidnosti.³²

Samu sekuritizaciju kao i motive sudionika može se najbolje razumjeti kroz konkretan primjer. Npr. hipotekarna banka može objedinjavanjem različitih hipotekarnih kredita (aktive) emitirati obveznicu kojom kupcima te obveznice obećava priljeve po otplatama tih, sada sekuritiziranih kredita i dio kamata koje će se na temelju danih hipotekarnih kredita kroz vrijeme ostvariti. Izdavanje obveznice banka u pravilu ne čini sama već se u tom poslu pojavljuje i treća osoba (specijalizirana financijska institucija) na koju banka računovodstveno prenosi hipotekarne kredite i koja posreduje u izdavanju obveznice. Na taj način banka izbacuje potraživanja na osnovu danih hipotekarnih kredita iz bilance te unosi gotovinska sredstva dobivena od prodaje obveznice čime popravljaju svoju likvidnu poziciju. Uz to, banka ostvaruje zaradu od razlike između aktivne (one koje naplati na osnovu danih hipotekarnih kredita) i pasivne (onu koju plati kupcu obveznice) kamatne stope. Motiv kupca obveznice nastale sekuritizacijom je prinos koji ona donosi s tim da kupac prihvaća i rizik koji ovisi o karakteristikama izdanih hipotekarnih kredita. Motiv specijalizirane financijske institucije koja se javlja u ulozi posrednika je u proviziji koju naplaćuje u tom poslu.

Tehniku sekuritizacije razvijaju financijske organizacije ili velike korporacije da bi iz bilance izbacile ona potraživanja koja su podložna promjenama kamatnih stopa, kreditnom riziku ili su općenito nepovoljnih ili rizičnih karakteristika. Tradicionalna sekuritizacija se vrši prodajom nelikvidnog portfelja sadašnjih ili budućih potraživanja posebnoj tvrtki ili fondu koji na temelju toga portfelja izdaju vrijednosnice na tržištu kapitala.

U SAD-u sekuritizacija se primjenjuje od 1970. na planu hipotekarnih kredita, automobilskih zajmova, potraživanja po kreditnim karticama. Na osnovi skupa (pool) standardnih hipotekarnih kredita s unaprijed poznatom dinamikom po otplatama glavnice i kamata, a uz garancije državnih hipotekarnih agencija emitiraju se udjeli u tome skupu ili obveznice. Otplatama standardnih hipotekarnih kredita od strane individualnih korisnika tih kredita, kroz vrijeme se servisiraju obveze po emitiranim udjelima ili zadužnicama (vrijednosnice na osnovi hipoteke, mortgage-backed securities). Najveći kupci ovih vrijednosnica su investicijski fondovi, štedno-kreditne organizacije, mirovinski fondovi, trust odjeli banaka.

Nakon velikog uspjeha sekuritizacije hipotekarnih kredita, tehnika se širi na sekuritizaciju automobilskih zajmova, potraživanja po kreditnim karticama, leasing potraživanja, hipotekarnih kredita u brodogradnji, potraživanja po bankovnim akceptima pa sve do sekuritizacije svih oblika kredita ili cjelokupne aktive. U SAD je 1996. sekuritizirano 71,4 milijardi dolara automobilskih kredita, a 2007. to je bilo učinjeno s više od 198,5 milijardi dolara takvih potraživanja. Isto tako, 2007. u SAD-u sekuritizirano je 347,8 milijardi dolara potraživanja po kreditnim karticama i 585,6 milijardi dolara nehipotekarnih potraživanja. Sekuritizacijom se u financiranje prodaje kuća, stanova, automobila, potrošačkog kreditiranja, leasinga i sl. osim proizvođača i trgovaca uključuje i široki krug investitora od kojih se „ex post“ pribavljaju sredstva za takve namjene.

Za uspješnu primjenu sekuritizacijskih tehnika nužna je moderna kompjutorska tehnologija koja omogućava uredne evidencije, snižava troškove i omogućava krojenje raznovrsnih skupova potraživanja, angažman države (prvenstveno kroz sustav garantiranja) i odgovarajuća porezna politika. Na taj način se uz široke mogućnosti investiranja omogućava i dezinvestiranje, čime se svakom sudioniku

³²Čećuk, A., *Financijska globalizacija*, Graf form, Split, 2002., str. 63.

financijskog tržišta pruža mogućnost „rastresanja“ imovine i stalnog prilagođavanja pasive ali i aktive uvjetima i poticajima s tržišta. Organizatori sekuritizacije mogu biti banke, osiguravatelji, vlade, velike korporacije te svi koji imaju potrebu za likvidnošću i/ili kapitalom a u imovini imaju dobro definirana sadašnja i/ili buduća potraživanja razmjerno velike vrijednosti

Uz primjenu sekuritizacije olakšano je upravljanje kapitalom u industrijama koje imaju snažnu regulaciju kapitala (financijski sektor) zbog mogućnosti definitivnog prijenosa rizika na treće strane. Motiv za iniciranje sekuritizacije može biti i financiranje. Primjerice, umjesto da se zaduži kod domaćih ili inozemnih banaka cestograditelj može unaprijed prodati očekivani priljev od cestarine na jednoj dionici auto ceste da bi sagradio drugu. Drugi motiv je smanjivanje zahtjeva za potrebnim kapitalom. Dok banka nosi rizik portfelja kredita, taj rizik mora pokriti kapitalom. Ako rizik proda tj. prenese na kupce vrijednosnica potrebe za kapitalom se smanjuju.³³

Već je prije bilo spomenuto da je neadekvatnom primjenom novih financijskih instrumenata odnosno neadekvatnom regulacijskom strukturom koja se koristila u svezi s tim instrumentima krajem 2007. pokrenuta u SAD-u velika financijska kriza. Naime, jedan od uzroka financijske krize je i prekomjerna sekuritizacija drugorazrednih kipotekarnih kredita stambene izgradnje, tzv. alt-A i "subprime" kredita koje su Moody's i Standard&Poor ocjenjivali s AAA ocjenom. Odgovor na pitanje kako su takvim upitnim založnim kreditima Moody's i ostali mogli davati tako visoki rejting leži jednim dijelom u tome što su agencije dodjeljivale kreditni rejting izdanjima čiji fundamentalni rizik nisu u potpunosti razumjele, a na temelju metodologija koje nisu dovoljno razlikovale od standardnih

metodologija koje se primjenjuju pri dodjeli rejtinga korporativnih obveznica. Korisnici s druge strane nisu dovoljno detaljno proučavali metodologije agencija i nekritično su prihvaćali njihove ocjene. Drugi razlozi takvog ponašanja neki vide u sukobu interesa agencija koji je proizlazio iz usporednog savjetovanja klijenata pri strukturiranju transakcija i odobravanja rejtinga.

Kako bilo, atraktivni prinosi na hipotekarne obveznice s (pre)visokim kreditnim rejtingom prije izbijanja krize privukli su uz američke mirovinske fondove i konzervativne investitore poput rizničara norveških gradova, njemačkih državnih banaka, čeških mirovinskih fondova i druge, a što je omogućilo prelijevanje krize iz SAD-a širom svijeta.³⁴

Fitilj krize je zapaljen padom cijena nekretnina u SAD-u. Naime, cijene nekretnina su vrlo važan gospodarski parametar u SAD-u zbog toga što američka kućanstva imaju visoku sklonost potrošnji, a vrijednost nekretnina predstavlja glavnu odrednicu neto vrijednosti kolaterala s kojima ona raspolažu za pristup kreditima. Visoka zaduženost kućanstava uvjetuje veliku osjetljivost investicija i potrošnje na promjene vrijednosti kolaterala. Kada vrijednosti kolaterala rastu, raste potrošnja, dolazi do kreditne ekspanzije, postojeći krediti se uredno vraćaju, rastu investicije, a sve to zajedno djeluje na povećanje gospodarske aktivnosti i rast BDP-a. S druge strane, situacija je obrnuta kada vrijednosti kolaterala padaju. U tom slučaju dolazi do kreditne kontrakcije što dovodi do manje potrošnje, investicija, tj. smanjenja gospodarske aktivnosti i može dovesti zemlju u stanje recesije.

Ovdje je posebno potrebno naglasiti da postoji visoka osjetljivost urednosti otplate kredita na promjene vrijednosti kolaterala. Naime, standardni opcijski model otplate hipotekarnog kredita polazi od toga da će

³³Ognjenović, Đ., Vrijeme je za sekuritizaciju, Investitor, god. 1 br. 2, Zagreb 2006., str. 37

³⁴HUB analize, "Subprime" kriza i dvojbe financijske regulacije: Gdje je granica između globalnih i lokalnih učinaka?, Hrvatska udruga banaka, br. 12, 2008.

dužnik plaćati rate kad tržišna vrijednost nekretnine padne ispod nominalne vrijednosti hipotekarnoga duga. Upravo to se dogodilo u SAD-u kada je zbog pada vrijednosti nekretnina došlo do pada performansi "subprime" kreditnih portfelja. Tako su investitori koji su ulagali u obveznice nastale sekuritizacijom tih hipotekarnih kredita došli u situaciju nemogućnosti prodaje istih. Došlo je do naglog rasta kamatnih stopa na tržištu novca jer su svi počeli čuvati viškove likvidnosti i povukli se s tržišta, a što je bio jasan znak da počinje globalna kriza čije se posljedice do danas još uvijek ne mogu sagledati.³⁵

ZAKLJUČAK

Na kraju izlaganja o instrumentima financijskih tržišta može se zaljučiti sljedeće:

Prvo, financijsko tržište znači mjesta, osobe, instrumenti, tehnike i tokovi koji omogućavaju razmjenu novčanih viškova i manjkova, tj. novca, kapitala i deviza

Drugo, instrumenti novčanog tržišta imaju karakteristike: kratki rok dospijeca, i to od nekoliko sati pa do jedne godine, nizak stupanj rizika, visok stupanj likvidnosti, male fluktuacije u cijeni vrijednosnica i aktivno sekundarno tržište. Na tom tržištu kotiraju trezorski zapisi, komercijalni zapisi, certifikati o depozitima, tržište bankarskih akceptata i repo ugovori.

Treće, instrumente tržišta kapitala čine dionice (obične i preferencijalne) i obveznice (obične, vječne ili neiskupive, obveznice bez kupona, konvertibilne obveznice, obveznice s varantom, obveznice vezane za indeks i obveznice denominirane u dvije valute).

Četvrto, cijena obveznice ovisi o dva faktora: trenutna tržišna kamatna stopa i povjerenje investitora u izdavatelja kupljene obveznice.

Peto, financijske inovacije potaknute razvojem tehnologije utjecale su na razvoj novih i modifikaciju tradicionalnih instrumenata tržišta novca i kapitala. U te nove instrumente mogu se ubrojiti futuresi, opcijski ugovori i sekuritizacija,i

Šesto, jedan od uzroka velike globalne financijske krize koja se krajem 2007. proširila iz SAD-a gotovo na sve zemlje svijeta je prevelika i nepravilna upotreba procesa bankarske sekuritizacije „subprime“ kreditnih portfelja stambene izgradnje povezano s nerealno dodjeljenim im visokim rejtinzima od strane rejting agencija.

LITERATURA

1. Andrijanić, I., Poslovanje na robnim burzama, drugo izdanje, MIKROKAD, Zagreb, 2003.
2. Cooke, T., Q., Rowe, T., D., Instruments of The Money Market, FRB of Richmond, Richmond, 1986.
3. Čečuk, A., Financijska globalizacija, Graf form, Split, 2002.
4. Gorenc, V., Rječnik trgovačkog prava, MASMEDIA, Zagreb, 1997.
5. Gregorić, J., (Pre)visoki omjeri cijena i zarada, Investitor - financijski magazin, god. 1, br. 4, Masmmedia, Zagreb, 2007.
6. HUB analize, "Subprime" kriza i dvojbe financijske regulacije: Gdje je granica između globalnih i lokalnih učinaka?, Hrvatska udruga banaka, br. 12, 2008.
7. Kapoor, J., R., Dlabay, L., R., Hughes, R., J., Personal Finance, Third Edition, IRWIN, Sydney, 1994.
8. Koch, T., W., MacDonald, S., S., Bank Management, fifth edition, Thomson, South-western, Ohio, 2003.
9. Konjhodžić, H., (red.) Međunarodna privreda, ekonomsko i političko – pravni aspekti, LOGOS, Split, 2001.
10. Lovrinović, I., Uzroci promjena na suvremenom financijskom tržištu, Računovodstvo i financije, 6/96, Zagreb, 1996.

³⁵Svilokos, T., op.cit., str. 32.

11. Ognjenović, Đ., Vrijeme je za sekuritizaciju, *Investitor*, god. 1 br. 2, Zagreb 2006.
12. Siegel, D.R., Siegel, D.F., *The Futures Markets - Arbitrage, Risk Management and Portfolio Strategies*, McGraw Hill Book Company, London, 1990.
13. Svilokos, T., *Razvitak financijskih tržišta Hrvatske i drugih zemalja u regiji i njihova integracija u financijski sustav EU*, doktorska disertacija, Sveučilište u Mostaru, 2009.
14. Van Horne, J. C. *Financijsko upravljanje i politika (financijski menedžment)*, deveto izdanje, MATE, Zagreb, 1993.
15. Vidučić, Lj. *Financijski menadžment*, IV izdanje, RRIF-plus d.o.o., Zagreb, 2004.