



AgEcon SEARCH
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

Др Игор Младеновић
Економски факултет, Ниш

Мр Дејан Атанасковић

НЕКИ АСПЕКТИ УТИЦАЈА ИНСТИТУЦИОНАЛНИХ ИНВЕСТИТОРА НА ФИНАНСИЈСКИ СЕКТОР

Апстракт

Актуелна светска финансијска криза показала је бројне слабости у функционисању финансијских тржишта и финансијских институција у савременим тржишним привредама. Ове слабости су искоришћене као аргументи онима који желе да покажу да финансије нису узрок већ последица нивоа привредне развијености, па самим тим и да нису детерминанта привредног развоја. Како се ми не слажемо са овим приступом у овом раду ћемо се фокусирати на позитивне ефекте развоја институционалних инвеститора на финансијски сектор у годинама пре финансијске кризе у развијеним тржишним привредама. Под тим подразумевамо утицај институционалних инвеститора на тржиште капитала и банкарском тржишту.

Кључне речи: институционални инвеститори, банкарски сектор, тржиште капитала.

SOME ASPECTS OF INSTITUTIONAL INVESTORS INFLUENCE ON FINANCIAL SECTOR

Abstract

Actual world economic crisis shows number of weaknesses in financial markets and institution functioning in contemporary market economies. These weaknesses are used as arguments for attitude that finances are not cause of economic development, as well as determinant of economic development. As we are not agreed with such statement in this paper we will focusing on positive effects of development of institutional investors on financial industry in years before financial crisis. That is influence of institutional investors on capital markets and banking.

Key words: institutional investors, banking sector, capital markets.

1. Утицај институционалних инвеститора на тржиште капитала

Током протекле три деценије дошло је до значајног финансијског развоја у савременим тржишним привредама, које уједно представљају и најразвијеније земље света. У овим земљама, тржишта хартија од вредности значајно су увећала износ тржишне капитализације, уз истовремено растуће учешће хартија од вредности (акција и обвезница), ко облика финансијских инструмената, у односу на депозите и кредите код банкарских финансијских институција. О овоме сведоче подаци из табеле бр. 1.

Табела 1. Износ значајнијих врста финансијских инструмената као проценат ГДП-а у земљама чланицама Г-7.

| Облици финансијске активе | 1970 | 1980 | 1990 | 1995 | 1997 | 2005 | Промена 1970-2005 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|-------------------|
| Депозити | 0,78 | 1,09 | 1,32 | 1,32 | 1,38 | 1,40 | 0,52 |
| Акције | 0,64 | 0,54 | 0,95 | 1,16 | 1,46 | 1,68 | 1,04 |
| Обвезнице | 0,41 | 0,47 | 0,70 | 1,01 | 1,09 | 1,16 | 0,74 |
| Кредити | 1,09 | 1,20 | 1,45 | 1,54 | 1,57 | 1,57 | 0,48 |

Извор: сопствени прорачуни на бази годишњих извештаја ММФ-а.

Из приложене табеле јасно се види да се износ депозита и кредита, као облика финансијске активе за 35 година увећао за око 0,5 % БДП-а у земљама Г-7. У том истом периоду износ акција и обвезница увећао се за скоро 1% БДП-а у тој групи земаља. Свакако да узроке оваквих показатеља треба тражити у финансијским иновацијама на берзама и имплементацији технолошких иновација у начину трговине на њима. Међутим, морамо се запитати каква је улога институционалних инвеститора у овоме процесу, односно, како се уочене тенденције у финансијском сектору рефлектују на величину и активност институционалних инвеститора.

Уважавајући функције које обавља финансијски систем, знамо да тржишта хартија од вредности представљају средство помоћу кога финансијска потраживања, садржана у емитованим вредносним папирима, могу бити даље подељена чиме олакшавају диверзификацију ризика и трансфер власништва међу повериоцима. Разлике међу земљама у величини (финансијској снази) институционалних инвеститора и тржишта хартија од вредности отварају питање да ли су тржишта хартија од вредности предуслов за развој институционалних инвеститора или се, пак, прво појављују институционални инвеститори, па се затим стимулише развој тржишта капитала и хартија од вредности уопште.

Мишљења смо да је овде реч о тзв. двосмерној условљености. Мада се институционални инвеститори могу појавити као последица давања позајмица, или пак инвестирања у конкретне облике имовине, они своју конкурентску предност реализују на тржишту капитала. Позајмице захтевају интензивни мони-

торинг над дужником, тако да је у том случају однос са клијентом нешто што банкама даје конкурентску предност у односу на институционалне инвеститоре. Знамо да је трговина финансијским инструментима и обједињавање ризика ефикасније уколико је реализовано на тржишту капитала, на коме су и трансакциони трошкови нижи. Према томе, тржиште капитала омогућава раст институционалних инвеститора, посебно инвестиционих и пензионих фондова.

Раст институционалних инвеститора може такође подстакнути раст тржишта капитала и хартија од вредности уопште. Постоје емпиријски подаци да у земљама чланицама групе Г-7 корелациони коефицијент активе институционалних инвеститора и тржишне капитализације тржишта акција у свакој од земља чланица није испод 0,97.¹ Бољи пример за потврду тезе о утицају раста институционалних инвеститора, посебно пензионих фондова на тржиште хартија од вредности јесте чилеанско искуство у реформи пензијског система.

Реформа пензијског система у Чилеу, део је свеукупне реформе социјалног осигурања, која је започела 1981. године. По много чему ова реформа је представљала пример и узор великом таласу реформи пензионих програма у целом свету, а нарочито земљама у транзицији. Да је чилеанско искуство значајно говори нам и чињеница да је пре реформе, државни сектор учествовао са 63% у БНП-у, међународна размена била на ниском нивоу, највећи број фиксних цена (око 3000) је одређивала држава и законска регулатива није била наклоњена ефикасној алокацији ресурса.² Генерално посматрано, реформа пензијског система је подразумевала укидање јавног и увођење приватног пензијског осигурања. Прецизније, нови систем је имао редефинисан подсистем јавног пензијског осигурања и подсистем приватног пензијског осигурања.

Подсистем приватног пензијског осигурања био је постављен тако да су новозапослени морали бити његови чланови и били су искључени из система јавног пензијског осигурања. Лица која су у време почетка реформе имала статус запослених, могла су да бирају између приватног и подсистема јавног пензијског осигурања. Сва лица која су представљала учеснике подсистема приватног пензијског осигурања поседовала су личне штедне рачуне на које су уплаћивали обавезне месечне доприносе у износу од 10% од зараде. Било је дозвољено да запослени уплаћују највише још 10% од своје зараде и да тај износ такође буде ослобођен од пореза. Средства доприноса уплаћена на појединачне штедне рачуне била су инвестирана, а приходи од инвестиција били су изузети од плаћања пореза.

Пензијска надокнада коју је појединац имао право да прима по одласку у пензију састојала се од два дела. Први, по основу вредности обвезница којима се преносе права из јавног пензијског осигурања које су се индексирале за стопу инфлације и доносиле камату до тренутка исплате пензијске надокнаде. Други, који је резултат акумулираних доприноса у приватном пензијском осигурању и приноса оствареног на инвестирање акумулираних средстава доприноса.

Централно место у креирању пензионих надокнада припало је приватним инвестиционим компанијама познатим под називом АФП.³ Резултати овако

¹ Davis, P., i Steil, B., 2001. *Institutional Investors* The MIT Press, London. str.229.

² Larroulet, C., 2000. *Čileansko iskustvo-privatna rešenja javnih problema* (prevod) MATE, Zagreb. str.1

³ Administradoras de Fondas de Pensiones.

конципиране реформе огледали су се у томе да су пензиони фондови почетком осамдесетих имали 0% БДП-а, док су 1995. имали 39% , а 1998. 42% БДП-а.⁴ У овом периоду пензиони фондови су имали главну улогу у стимулисању приватне штедње. Из истих извор сазнајемо да је развој пензионих и инвестиционих фондова утицао на раст укупне финансијске активе у Чилеу са 28% ГДП-а на 68% ГДП-а у 1997. години. Од ових процената једна трећина је припадала пензионим фондовима.⁵ У почетку, мобилисана штедња углавном је инвестирана у дуговне финансијске инструменте, из разлога што је постојала забрана инвестирања у акције. Ово није значило да су средства пензионих фондова улагана само у државне хартије од вредности, напротив инвестирало се и у депозитне сертификате (благајничке записе) комерцијалних банака и хипотекарне обвезнице. Као последица развоја пензионих фондова у Чилеу, период доспећа емитованих дугова био је неуобичајено дуг, од 12 до 20 година. Овај просек је важио за читаву последњу деценију двадесетог века. Инвестиције у акције биле су одобрене 1985. године, што је имало за последицу да је тржишна капитализација тржишта акција са 32% БДП-а у 1988. години, достигла износ од 90% БДП-а у 1993. години.⁶ Приватне компаније стимулисане релативно јефтиним извором финансирања, средствима пензионих фондова, прихватиле су рачуноводствене стандарде и ревизијску праксу и приступили емисији својих акција и обвезница. Резултат тога био је да су у последњој деценији прошлог века у Чилеу пензиони фондови поседовали једну трећину свих државних обвезница, две трећине свих приватних обвезница и 10% свих емитованих акција. Овакво чињенично стање искоришћено је за економетријска истраживања у којима је доказано да је развој финансијских тржишта у Чилеу у корелацији са привредним развојем, захваљујући расту продуктивности свих фактора производње и растућој акумулационој способности привреде. Такође, постоји оцена да је стопа раста чилеанске привреде већа од 1 до 3%, искључиво захваљујући томе што је реформа пензијског система извршена преко финансијских тржишта.⁷

У табели број 2. јасно се могу уочити резултати реформе пензијског система осигурања на развој финансијског сектора. Наиме, раст пензионих фондова био је удружен са растућим стоком обвезница приватног сектора, често емитованих од стране великих компанија и директно пласираних пензионим фондовима, а док је само тржиште обвезница побољшано новијом класификацијом ризика и рангирања кредита по ризичности. Растућа диверзификација тржишних учесника омогућена је постојањем инвестиционих компанија и страних инвестиционих фондова.

⁴ Holzmann, R., 1997. *Pension reform, financial market development and economic growth, preliminary evidence from Chil.* IMF Staff Papers 44/2. str. 13.

⁵ Исто, стр. 20.

⁶ Исто, стр. 25.

⁷ Исто, стр. 29.

Табела број 2. Развој финансијског сектора у Чилеу од 1980. до 1999. године

| Процент БДП-а | 1980. | 1986. | 1999. |
|---|-------|-------|-------|
| Финансијски инструменти са фиксним приходом | 0,2 | 26 | 60 |
| Тржишна капитализација тржишта акција | 30 | 24 | 88 |
| Корпоративне обвезнице | 0,2 | 0,4 | 5 |
| Инвестициони фондови | 3 | 1 | 2 |
| Иностранни фондови | 0 | 0 | 3 |
| Резерве осигуравајућих компанија | | 3 | 7 |
| Пензиони фондови | 0 | 13 | 32 |

Извор: EBRD. 1999. *Transition report*.

Поменимо и то да је развој пензионих фондова у Чилеу олакшао интерни трансфер ресурса. То је омогућило чилеанској влади да сервисира свој међународни дуг без екстремних фискалних подухвата, који би угрожавали реални сектор привреде. То значи да је држава позајмила домаћа средства на финансијским тржиштима. Као последица тога дуг јавог сектора од 5% ГДП-а у 1980, повећао се на 28% БДП-а у 1990. години. Пензиони фондови су били ти који су извршили конверзију дуга између домаћих државних и приватних институција. Ово је било могуће из разлога што је до 1989. године постојала забрана инвеститрања у иностранство од стране пензионих фондова, а касније је такав вид инвестиција био могућ, али условљен строгим захтевима.⁸

Један други приступ у истраживању утицаја раста институционалних инвеститора на тржиште капитала у земљама чланицама групе Г-7 дали су Давис и Стеил.⁹ Период опсервације у њиховом раду био је од 1970. до 1995. године. Као зависне варијабле које су посматрали биле су учешће акција у укупној финансијској активи, структура-компоненте у финансијској активи домаћинства, као институционалног сектора привреде и структура финансијских обавеза корпоративног сектора. Као независне варијабле коришћена су два показатеља. Први, удео финансијских инструмената институционалних инвеститора у поседу домаћинства у укупној финансијској активи сектора домаћинства; други, актива институционалних инвеститора као проценат учешћа у укупној финансијској активи. Целокупни узорак, земље чланице групе Г-7, подељен је у две категорије. Прву, земље са тржишно оријентисаним финансијским системом где спадају Велика Британија, САД и Канада. Другу, коју чине земље са банкарски доминантним финансијским системом, где спадају Немачка, Француска, Италија и Јапан. Резултати истраживања показали су да, иако је за прву групу земаља карактеристично да имају развијеније институционалне инвеститоре, закључци до којих се дошло конзистентни су за обе групе земаља. Тако виши ниво учешћа финансијске активе институционалних инвеститора одговара вишем нивоу финансијског развоја, мереног уделом укупне финансијске активе у БДП-у. Повећано учешће финансијских инструмената институционалних инвеститора у

⁸ Fontaine, J., 1997. *The Economics of Pension-Are there good macroeconomic reasons for limiting external investments by pension funds*. Cambridge University Press. str. 121.

⁹ Davis, P., i Steil, B., 2001. op. cit. str. 232-236.

портфолиу сектора домаћинства условљава пад укупних депозита у банкарском сектору. Такође, виши ниво учешћа активе институционалних инвеститора у укупној финансијској активи одговара већем обиму корпоративних акција и мањем обиму корпоративних зајмова.¹⁰

Међутим, поред ових универзалних закључака за сваку земљу понаособ, постоје и извесне разлике, са становишта типа финансијског система. Поменути аутори су тако доказали да у Англо-Саксонским земљама (САД, Велика Британија, Канада), али не и у Европи (Немачка, Француска, Италија) и Јапану, раст институционалних инвеститора не доприноси нижем просечном нивоу волатилности тржишта капитала. Такође, истраживање је показало да у Англо-Саксонским земљама козистентно постоји супституција корпоративних обвезница и акција за финансијске инструменте институционалних инвеститора у оквиру портфолиа сектора домаћинства, док у Европи и Јапану ова појава није потврђена. Осим тога, за земље Европе и Јапана потврђено је да са растом институционалних инвеститора расте и учешће обвезница у структури пасиве компаније, док у Англо-Саксонским земљама оваква појава није забележена.¹¹

Развој институционалних инвеститора прожима и микроструктуру тржишта капитала, тј. његове интегралне делове. Активности институционалних инвеститора на тржиштима капитала повећавају ефикасност ових тржишта чиме олакшавају функцију клиринга и обрачуна плаћања, али и помажу прецизнијем утврђивању цена финансијске активе. Поред поменутих функција, једна од функција тржишта капитала јесте и очување ликвидности. Ликвидност на тржиштима капитала детреминишу четири димензије:

ширина, под којом се подразумева опсег између куповних и продајних цена за трансакције са хартијама од вредности;

дубина, количина хартија од вредности којима се може трговати за дате понуде продајних и куповних цена хартија од вредности;

непосредност, време неопходно за обављање једне трансакције;

еластичност, време које је неопходно тржишту да стабилизује цене појединих хартија од вредности након великих трансакција истим.¹²

Активностима институционалних инвеститора на тржиштима капитала, трговином и диверсификацијом њихових портфеља, поспешује се ниво ликвидности тржишта капитала. Постоје и мишљења да је активност институционалних инвеститора за тржишта капитала нека врста позитивних екстерналија, јер они генеришу већи обим трговине па таква тржишта имају компаративну предност у односу на она мања која послују и са савременијим технолошким достигнућима.¹³

Пажљивом обсервацијом свих наведених чињеница, уз уважавање свих закључака до којих смо дошли у претходним деловима рада на релацији финансијски и привредни развој, није тешко закључити да обим активности институционалних инвеститора на тржиштима капитала има посредан позитиван утицај на ефикасну мобилизацију и алокацију капитала, а самим тим и на финансирање привредног развоја.

¹⁰ Исто, стр. 235.

¹¹ Исто, стр. 236.

¹² Kyle, A. S., 1985. *Continuous auctions and insider trading* Econometrica, 53 (4), str. 1318

¹³ Davis, P., i Steil, B., 2001. op. cit. str.237.

2. Утицај на банкарски сектор

Раст институционалних инвеститора водио је ка растућој конкуренцији за штедњом становништва, али и утицао на профитабилност традиционалних финансијских инструмената. Овакви трендови имали су ефекат на банкарски сектор, тако што су приморали банке да се са традиционалних кредитних активности фокусирају на инвестиционо банкарство и активности које генеришу некаматне приходе. У неким случајевима, посебно где је регулациони оквир забрањивао банкама да приступе оваквом прилагођавању, као у САД-у на пример, институционални инвеститори су утицали да банке преузимају на себе већи кредитни ризик, како би задржале профитабилност од традиционалних кредитних активности.

Наиме, пре појаве и развоја институционалних инвеститора, институционални сектори привреде и домаћинства имали су релативно ограничен избор могућности за прибављање финансијских средстава. Као најзначајнији краткорочни извор финансирања привреде доминирали су кредити комерцијалних банака, док је сектор становништва инсуфицијенцију финансијских средстава, на кратак рок, задовољавао банкарским кредитима, а на дуги доминирала су штедно-кредитна удружења, а ређе комерцијалне банке. Са развојем институционалних инвеститора, нарочито инвестиционих фондова, пред привредом и становништвом увећале су се алтернативе не само за мобилизацију, већ и за алокацију финансијских средстава. Појавом инвестиционих фондова на тржишту новца (монеу маркет мутуал фонд) предузећима је омогућено финансирање на кратак рок емисијом сопствених комерцијалних записа. Ово из разлога што су доминантни купци ове врсте финансијских инструмената били инвестициони фондови са тржишта новца, који су између осталог утицали на експанзију тржишта комерцијалним папирима и осталих типова краткорочних хартија од вредности. Ова појава је нарочито била изражена у САД-у 80-их година прошлог века када су предузећа супституисала традиционалне изворе финансирања (банкарске кредите) финансирањем посредством финансијских тржишта.

У САД-у, Великој Британији и појединим западноевропским земљама, почетком осамдесетих учињен је покушај побољшавања животног стандарда становништва. Као једна од активности влада поменутих земаља била је спонзорисање формирања тржишта за хартије од вредности које су покривене хипотеком над некретнинама у власништву становништва. Циљ секјуритизације хипотекарних кредита био је да се појединачни, неликвидни стамбени кредити, а касније и за изградњу пословних објекта, куповину опреме итд., упакују у утрживе хартије од вредности које би касније куповали велики инвеститори, попут инвестиционих и пензионих фондова. Речју, чињен је покушај да се повећани прилив капитала на рачунима институционалних инвеститора једним делом усмери у финансирање животног стандарда становништва (стамбена изградња), односно да се грађанима олакшају могућности за финансирање изградње или куповине кућа и станова. На овај начин још један сегмент банкарских активности добио је оштру конкуренцију у институционалним инвеститорима.

Табела 3. одсликава трендове у банкарским активностима у периоду интензивног раста институционалних инвеститора од 1980. до почетка 2005. године у развијеним тржишним привредама чланицама организације за економску сарадњу и развој тј. ОЕЦД земљама. Биланси стања у банкама показивали су

тенденцију раста имовине банака током осамдесетих, док су деведесете биле године у којима је дошло до смањења имовине приказане у овом основном рачуноводственом извештају. Разлика између активне и пасивне каматне стопе је знатно сужена, те је сасвим логично што у структури прихода у банкама ових привреда растуће ућешће имају посредничке провизије, а присутно је и растуће учешће ризичнијих кредитних пласмана.

Табела 3. Развој банкарског сектора у ОЕЦД земљама чланицама Г-7.

| а) Некаматни приходи као проценат укупних прихода | 1979-1984 | 1985-1989 | 1990-1992 | 1993-2005 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Велика Британија | 31 | 37 | 41 | 42 |
| САД | 24 | 30 | 34 | 36 |
| Немачка | 19 | 21 | 25 | 21 |
| Јапан | 18 | 32 | 20 | 1 |
| Канада | 22 | 27 | 31 | 35 |
| Француска | 15 | 16 | 26 | 43 |
| Италија | 27 | 29 | 24 | 24 |
| б) Каматна маржа као проценат укупне имовине | 1979-1984 | 1985-1989 | 1990-1992 | 1993-2005 |
| Велика Британија | 3,2 | 3,0 | 2,8 | 2,3 |
| САД | 3,0 | 3,3 | 3,6 | 3,8 |
| Немачка | 2,2 | 2,1 | 1,9 | 2,1 |
| Јапан | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 1,4 |
| Канада | 2,5 | 2,9 | 3,0 | 2,5 |
| Француска | 2,5 | 2,3 | 1,7 | 1,2 |
| Италија | 2,7 | 2,9 | 3,2 | 2,8 |
| ц) Кредитирање капитаних улагања као проценат укупне имовине | 1979-1984 | 1985-1989 | 1990-1992 | 1993-2005 |
| Велика Британија | 0,41 | 0,86 | 1,2 | 0,43 |
| САД | 0,35 | 0,83 | 0,89 | 0,36 |
| Немачка | 0,41 | 0,37 | 0,38 | 0,43 |
| Јапан | 0,02 | 0,04 | 0,08 | 0,33 |
| Канада | 0,49 | 0,74 | 0,64 | 0,45 |
| Француска | 0,55 | 0,53 | 0,54 | 0,56 |
| Италија | 0,66 | 0,48 | 0,52 | 0,76 |

Извор: 2006 Bank Profitability, Financial statements of banks 2006. OECD Paris.

Овако приказани подаци у стручним круговима били су оцењивани као индикативни за пад улоге и значаја банкарског сектора у привредама ОЕЦД-а услед конкуренције од стране небанкарских финансијских институција, посебно

институционалних инвеститора. Међутим, на другој страни постоје и приговори на овакво гледиште из разлога што показатељи биланса стања банака нису адекватно мерило активности банкарског сектора, јер у њима нису садржани подаци о приходима од брокераже, надокнаде за управљање и осталих услуга које банке обављају. Тако на пример, аутори Кауфман и Моте показали су да се једноставним додавањем повереничких банкарских услуга (труст сервисес) и услуга вођења инвестиционих фондова од стране банака у поменуте рачуноводствене извештаје, елиминише слика о опадајућем учешћу банкарских финансијских услуга у САД-у.¹⁴ Аутори даље наводе да осим поменутих постоје и извори банкарских прихода који нису повезани са поседовањем или управљањем имовином, али су упркос томе финансирани на основу банкарских традиционалних предности у кредитној евалуацији. Ту убрајају зајмовне линије, писма о кредиту, фјучерсе, опције, свопове, као и изворе зајмова који су касније секјуритизовани.¹⁵

До сличних закључака долазимо уколико анализирамо ситуацију у банкарском сектору привреда Европске уније. Међу бројним структуралним променама које су присутне у банкарском сектору поменутих земља, дисинтермедијација заузима посебно место. Дисинтермедијација је омогућена увођењем нових технолошких достигнућа, финансијском либерализацијом и европским интеграционим процесима, који су сви заједно омогућили „новим“ тржишним учесницима да обављају активности које су биле резервисане за банкарски сектор. Дисинтермедијација банкарског сектора, тј. опадајући значај банака у процесу финансијског посредовања, израженија је ако се посматра ниво диверсификације штедње становништва и релативни значај институционалних инвеститора у финансијском сектору. Као и у случају САД-а, институционални инвеститори имају растућу улогу у финансијском посредовању и виђени су као опозит банкама у финансијском сектору. О томе нам говоре подаци из табеле 4.

Табела 4. Релативни значај финансијских посредника у ЕУ-15

| Земља | Имовина као %ГДП-а у 1997. | | |
|----------|----------------------------|---|----------------------|
| | Инвестициони фондови | Осигуравајуће компаније и пенз. фондови | Кредитне институције |
| В. Брит. | | | 328 |
| Ирска | 70 | | 299 |
| Белгија | 32 | 31 | 294 |
| Немач. | 25 | 37 | 256 |
| Франц. | | 45 | 245 |
| Аустрија | 23 | 26 | 238 |
| Холан. | 19 | 146 | 227 |
| Данска | 8 | 69 | 220 |
| Португ. | 26 | 31 | 220 |
| Шведска | 21 | 104 | 213 |
| Шпанија | 35 | 22 | 183 |

¹⁴ Kaufman, G., i Mote, L., 1994. *Is banking a declining industry: A historical perspective.* Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, May/June, str. 4-21.

¹⁵ Исто, стр. 18.

| | | | |
|---------|------|----|------|
| Италија | 19 | 19 | 155 |
| Финска | 3 | 42 | 113 |
| Грчка | 23 | | 102 |
| Лукс. | 2771 | | 3696 |

| Земља | Имовина као % БДП-а у 1995. | | |
|----------|-----------------------------|---|----------------------|
| | Инвестициони фондови | Осигуравајуће компаније и пенз. фондови | Кредитне институције |
| В.Брит. | 16 | | 296 |
| Ирска | 37 | 26 | 195 |
| Белгија | 24 | 26 | 279 |
| Немач. | 16 | 32 | 223 |
| Франц. | 33 | 40 | 224 |
| Аустрија | 14 | 23 | 231 |
| Холан. | 16 | 124 | 194 |
| Данска | 5 | 66 | 203 |
| Португ. | 17 | 23 | 184 |
| Шведска | 11 | 86 | 179 |
| Шпанија | 18 | 18 | 183 |
| Италија | 7 | 17 | 150 |
| Финска | 1 | 38 | 122 |
| Грчка | 10 | 12 | 96 |
| Лукс. | 2072 | 45 | 3604 |

| Земља | % промене у релативног значаја од 1995. до 1997. | | |
|----------|--|---|----------------------|
| | Инвестициони фондови | Осигуравајуће компаније и пенз. фондови | Кредитне институције |
| В.Брит. | | | |
| Ирска | | | |
| Белгија | | | |
| Немач. | 30 | -2 | -2 |
| Франц. | | | |
| Аустрија | 47 | 6 | -4 |
| Холан. | 1 | 0 | 0 |
| Данска | 48 | -4 | 0 |
| Португ. | 24 | 9 | -3 |
| Шведска | 54 | -1 | -3 |
| Шпанија | 77 | 11 | -9 |
| Италија | 137 | 1 | -7 |
| Финска | 225 | 12 | -6 |
| Грчка | | | |
| Лукс. | | | |

Извор: European Central Bank, 1999. "Possible effects of EMU on the EU banking system in the medium to long term" сmp. 30.

Кључни аспект растуће улоге осталих финансијских посредника повезан је са растућом експанзијом финансијских тржишта. Наиме, тржишта новца и капитала у земљама ЕУ постала су дубља и ликвиднија увођењем евра. Ова околност је креирала многе могућности за емитенте и инвеститоре на еуро тржишту новца и капитала. Све ово је имало за последицу да се увећа релативни значај финансирања преко тржишта наспрам финансирања посредством банака. Речју, процес који се одвија у финансијском систему Европске уније, са почетком овог века, у економској литератури познат је као прелаз са банкарско оријентисаног-*bank based*, на тржишно оријентисани (тј. у којима доминирају финансијска тржишта) - *market based*, финансијски систем. У том процесу банке се сусрећу са оштром конкуренцијом од стране институционалних инвеститора и у таквим окружењу финансирање преко финансијских тржишта је установљено као доминантан модел финансирања нефинансијских привредних субјеката.

Суочена са оваквом ситуацијом, Европска централна банка истраживала је утицај актуелних трендова на пословање банкарског сектора и структуру прихода у банкама у Европској унији. Резултати поменутог истраживања из 2000. године огледају се у следећем: Прво, структура некаматног прихода у банкама земљама чланицама Европске уније (ЕУ-15) јесте хетерогена категорија. Посредничке и комисионе провизије јесу главна компонента некаматних прихода у 1998. години са учешћем од 54% у просеку у банкама Европске уније. За поједине националне економије унутар Уније овај проценат се кретао од 35% до 72%;¹⁶ Друго, некаматоносни приходи јесу најдинамичнија компонента у структури прихода банкарског сектора у ЕУ;¹⁷ Треће, раст некаматних прихода имао је позитиван утицај на профитабилност банака у ЕУ. Међутим, морамо напоменути да у самом извештају стоји да се очекује да овај позитиван утицај на профитабилност буде лимитиран растућим трошковима насталим због унапређења активности које генеришу некаматне приходе банака.¹⁸ Ово значи да је раст профитабилности банкарског сектора резултат боље контроле трошкова пословања и ефикаснијег коришћења капитала банака.

Иако је тренд ка дисинтермедијацији у финансијским системима привреда Европске уније потврђен, улога банака у финансијским системима није запостављена. Ово из разлога што су банке реаговале на новонасталу ситуацију у окружењу и усвојиле проактивну стратегију. У већини земаља Европске уније институционални инвеститори су укључени унутар тзв. банкарских конзорцијума и имају заједничке стратешке циљеве. Банкарски конзорцијуми представљају заједницу више банака с великим ангажовањем капитала ради реализације појединачних или редовних послова¹⁹. У овом контексту, банкарски конзорцијуми својим клијентима нуде могућност улагања у традиционалне депозите, инвестиционе и пензионе фондова као алтернативу за инвестирање у зависности од специфичних тржишних, законских и фискалних околности. Према томе, структура прихода унутар банкарског конзорцијума може бити промењена без икаквих промена његове свеукупне тржишне позиције.

¹⁶ European Central Bank 2000. *Banks Income Structure*, Banking Supervision Committee Report. str. 4.

¹⁷ Исто, стр. 5.

¹⁸ Исто, стр.6.

¹⁹ Постоје банкарски конзорцијуми за преузимање и пласман хертија од вредности, за доделу кредита, за давање гаранција, конзорцијуми за оснивање или санирање неког предузећа и сл.

На страни пласирања финансијских средстава банке употпуњују своје традиционалне предности у финансирању становништва и малих и средњих предузећа, нудећи услуге попут кредитних линија подршке са или без преузимања ризика. Наиме, између банака и корпорација које емитују вредносне папире склапа се аранжман о подржавању емисије вредносних папира на финансијском тржишту. На основу оваквог аранжмана, корпорација, као дужник који емитује хартије од вредности добија од банке или банкарског конзорцијума гаранцију да ће откупити пуни износ непродатих папира или уместо тога дати кредит подршке (стендбај кредит). Банке такође приликом склапања оваквог аранжмана, своју конкурентност граде давањем олакшица које омогућавају дужнику да револвира дуговне инструменте (обвезнице или депозитне сертификате) ради прибављања ликвидности. Овде, у ствари, у оквиру краткорочне или дугорочне олакшице, корисник банкарских средстава емитује на револвинг основи обвезнице са роком доспећа од 1 до 12 месеци. Речју, банке у ЕУ су дале снажан одговор у процесу дисинтермедијације на тај начин што су и саме узеле активно учешће у овом просецу.

Поменути трендови у банкарском сектору, условљени растом институционалних инвеститора, поделили су ставове финансијских аналитичара о улози банкарског сектора у будућности. Тако на пример, постоји мишљење да ће упркос постојању вишка капацитета у банкама, улога банака као депозитних институција, које пружају неутрживе зајмове на финансијском тржишту по фиксним условима, остати доминантна. Неки пак економисти сматрају супротно. Све активности банака у оквиру финансијског система могу бити преузете од стране институционалних инвеститора. Аргументе за овакву тврдњу налазимо у успешним секјуритизацијама појединачних зајмова, односно могућношћу тржишта обвезница и комерцијалних записа да опслужују растуће финансијске потребе компанија. Такође и у ефикасности инвестиционих фондова на новчаним тржиштима у земљама попут САД-а.

Један контра аргумент за горе поменуте ставове огледао би се у већ поменутој проактивној стратегији банака. Овоме можемо додати и предности банкарског сектора у превазилажењу проблема асиметричних информација. Речју, постоје и јаки аргументи који потврђују будућу улогу банака у финансијским системима у којима све већу доминацију имају институционални инвеститори. Како смо ми присталице једног оваквог приступа, у коме банке и институционалне инвеститоре треба посматрати као комплементарне институције, наводимо радове оних који су пружили директне доказе о компаративној предности финансирања путем банкарских кредита у односу на остале облике финансирања. Те предности се састоје у следећем:

Везе са банкама, као резултат коришћења банкарских кредита врло су важне за мала предузећа и таква предузећа се ослањају на банке због њихове географске близине.²⁰

Постоје докази о условљености тржишне вредности корисника кредита и њиховог односа са банкарским сектором. Наиме, корисници банкарских кредита из Илиноиса (САД) имали су негативан принос на властите акције у односу на

²⁰ Hannan, T. H., 1991. *Bank commercial loan markets and the role of market structure: evidence from surveys of commercial lending*. Journal of Banking and Finance, 15, str 133-149.

очекивани у време када су њихове банке биле у кризи и приносе веће од очекиваних у време рехабилитације њихових кредитора.²¹ Такође, Петерсен и Рајан су доказали позитивну корелацију између нивоа сарадње фирми са банкама и тржишне вредности тих фирми.²²

Секјуритизација није редуковала значај банака као монитора, из разлога што секјуритизоване зајмове радије купују друге банке него ли директни инвеститори.²³

Поменуте студије јасно указују да банке заста имају очигледне компаративне предности у односу на остале финансијске институције за тачно одређене врсте активности, имплицирајући на тај начин да ће задржати своје место и улогу у финансијском систему упркос расту институционалних инвеститора. Можда се може очекивати редукација у обиму банкарских кредита, али упркос томе постоји јака конкурентска предност за финансирање малих и информационо захтевних корисника кредита и мањих износа зајмова. Обимнији износи финансирања привредних активности одиграће се преко тржишта капитала и представљаће износ активе у билансима стања институционалних инвеститора. Међутим, и у овом друго поменутом процесу услуге банака, које су резултат њихове проактивне стратегије долазе до изражаја. Речју, очекујемо да позитивни трендови на финансијским тржиштима акцелерирају раст банкарских и небанкарских институција. Већи број учесника на финансијским тржиштима креира један конкурентски амбијент међу њима, што је већ доказано, а конкурентско окружење води ка ефикаснијој мобилизацији и алокацији капитала. Овакви ставови нам могу послужити као још један аргумент у доказивању тезе о позитивном утицају институционалних инвеститора на финансирање привредног развоја.

Претходна анализа недвосмислено указује да су институционални инвеститори одиграли значајну улогу у афирмисању привредног просперитета. Овакав њихов допринос указује да у годинама које следе треба само адекватним регулационим механизмом омогућити да они функционишу и одиграју своју развојну улогу.

²¹ Slovin, M., i Sushka, E., 1993. *The value of bank durability: Borrowers and stakeholders*. Journal of Finance, 48, str. 247-266.

²² Persten, M. A., i Rajan, R.G. 1994. *The benefits of lending relationships: evidence of small business data*. Journal of Finance, 49, str. 3-38.

²³ Berger, A., i Udell, G., 1992. *Securitization, risk and liquidity problem in banking*. New York University Working paper S-92-2. Salomon Centre New York.

ЛИТЕРАТУРА

1. Berger, A., i Udell, G., 1992. *Securitization, risk and liquidity problem in banking*. New York University Working paper S-92-2. Salomon Centre New York.
2. Davis, P., i Steil, B., 2001. *Institutional Investors* The MIT Press, London.
3. European Central Bank 2000. *Banks Income Structure*, Banking Supervision Committee Report.
4. Fontaine, J., 1997. *The Economics of Pension-Are there good macroeconomic reasons for limiting external investments by pension funds*. Cambridge University Press.
5. Hannan, T. H., 1991. *Bank commercial loan markets and the role of market structure: evidence from surveys of commercial lending*. Journal of Banking and Finance, 15, str 133-149.
6. Holzmann, R., 1997. *Pension reform, financial market development and economic growth, preliminary evidence from Chil*. IMF Staff Papers 44/2.
7. Kaufman, G., i Mote, L., 1994. *Is banking a declining industry: A historical perspective*. Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, May/June, str. 4-21.
8. Kyle, A. S., 1985. *Continuous auctions and insider trading* Econometrica, 53 (4).
9. Larroulet, C., 2000. *Čileansko iskustvo-privatna rešenja javnih problema* (prevod) MATE, Zagreb.
10. Persten, M. A., i Rajan, R.G. 1994. *The benefits of lending relationships: evidence of small business data*. Journal of Finance, 49, str. 3-38.
11. Slovin, M., i Sushka, E., 1993. *The value of bank durability: Borrowers and stakeholders*. Journal of Finance, 48, str. 247-266.