

Република Македонија
УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“ – СКОПЈЕ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

**ФИНАНСИСКИТЕ ИНОВАЦИИ КАКО ПРЕДИЗВИК ЗА
ФУНКЦИОНИРАЊЕТО НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ И НИВНО
ВКЛОПУВАЊЕ ВО ФИНАНСИСКАТА РЕГУЛАЦИЈА
-ДОКТОРСКИ ТРУД-**



Кандидат:
Марија Гогова Самоников

Ментор:
Проф. д-р Михаил Петковски

Скопје,
мај 2013 г.

АПСТРАКТ

Финансискиот систем е целина којашто дејствува во и од опкружувањето кое постојано се менува. Менувањето на опкружувањето на финансиските пазари, како и менувањето на пазарот со себе носи последици кои се јавуваат како примена на нови инструменти и методи на работење. Сите тие промени мора да бидат некаде евидентирани, за да можат да бидат менаџирани, координирани и контролирани. Контролата на финансискиот систем е срж на здрава економија. Затоа ажурното и транспарентно регулирање е одраз на здрава, планирана и реализирана економија.

Целта на овој труд е согледување на постоечките финансиски институции и инструменти и нивниот интерактивен однос во финансискиот систем и анализа на современите пристапи и методи што ги користат финансиските институции и начинот на користење на инструментите како одговор на постоечката финансиска структура и нејзиното опкружување; согледување на влијанието што го имаат финансиските иновации и начинот на којшто финансиските институции ги вклопуваат иновациите во своето работење; согледување на потребата од финансиска регулација во целокупниот финансиски систем, вклучувајќи ги и финансиските деривати – како посепцифичен резултат од финансиските иновации; анализа за потенцијалните финансиски и економски нерамнотежи кои можат да бидат предизвикани од испуштањето или неземањето предвид на имплементираноста на финансиските деривати во финансискиот и економскиот систем; идентификација на локацијата на македонската финансиска структура и потенцијалните приспособувања на финансиската регулација кон финансиските иновации.

Клучни зборови: *финансиски иновации, финансиски инструменти, финансиски деривати, е-финанси, финансиска регулација.*

ABSTRACT

The financial system is an ensemble that acts in and from the surrounding which is constantly changing. Changing the surrounding of financial markets, as well as changing the market its self brings consequences that appear as an application of the new instruments and working methods. All those changes have to be registered somewhere in order for them to be managed, coordinated and controlled. Financial system control is the essence of a healthy economy. Therefore, an up-to-date and transparent regulation is a reflection of a healthy, planned ad accomplished economy.

The goal of this paper is perception of the existing financial institutions and instruments and their interactive relation in the financial system and analysis of modern approaches and methods using the financial institutions and the mode of use of the instruments as a response of the existing financial structure and its surrounding; perception of the influence financial innovations have and the mode that financial institutions include innovations in their work; perception of the need for financial regulation in the overall financial system, including financial derivates – as a more specific result from the financial innovations; analysis for potential financial and economic imbalances that can be caused by not taking in consideration the implementation of the financial derivates in the financial and economic system; identification of the location of Macedonian financial structure and potential adjustments of the financial regulation towards the financial innovations.

Key words: *financial innovations, financial instruments, financial derivates, e-finance, financial regulation.*

СОДРЖИНА

ВОВЕД.....	6
1 ДЕЛ – СОВРЕМЕНИ КОМПОНЕНТИ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР.....	10
1. Финансиски институции	11
1.1. Комерцијални банки и штедилници.....	15
1.2. Централни банки.....	18
1.3. Инвестициски банки.....	21
1.4. Инвестициски фондови.....	23
1.5. Инвестициски компании.....	26
1.6. Пензиски фондови.....	29
1.7. Берзи.....	30
1.8. Клириншки куќи.....	33
1.9. Брокерски друштва.....	34
1.10. Осигурителни компании.....	37
1.11. Финансиски компании.....	38
2. Финансиски инструменти.....	41
2.1. Класични хартии од вредност.....	42
2.2. Финансиски деривати.....	44
3. Финансиски пазари.....	46
3.1. Пазар на пари.....	49
3.2. Пазар на капитал.....	50
3.3. Останати форми на финансиски пазари.....	50
2 ДЕЛ – СОВРЕМЕНОТО ОПКРУЖУВАЊЕ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР.....	56
1. Глобализација.....	56
2. Развој на техничко-технолошката индустрија.....	72
3 ДЕЛ – СОВРЕМЕН ПРИСТАП НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ КОН ФИНАНСИСКИОТ ПАЗАР.....	79
1. Е-финансии.....	80
1.1. Е-банкарство.....	85
1.2. Електронско тргување на финансиските компании.....	106
2. Услужната дејност во финансискиот сектор.....	109
3. Финансиски маркетинг (Маркетинг за финансиски институции).....	113
4 ДЕЛ – ФИНАНСИСКИТЕ ИНОВАЦИИ КАКО ПРЕДИЗВИК ПРЕД ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ И ФИНАНСИСКОТО РАБОТЕЊЕ.....	129
1. Импликации на финансиските иновации врз банкарскиот сектор.....	130
1.1. Примена на нови финансиски инструменти во банкарското работење.....	130
1.2. Примена на нови методи во работењето на банкарскиот сектор.....	135
2. Импликации на финансиските иновации врз небанкарскиот сектор.....	141
2.1. Примена на нови финансиски инструменти во работењето на институциите од небанкарскиот сектор.....	141
2.2. Примена на нови методи во работењето на институциите од небанкарскиот сектор.....	145
3. Нови насоки во работењето на финансиските институции предизвикани од финансиските иновации.....	148
3.1. Домен на активности на банкарскиот и небанкарскиот сектор.....	148
3.2. Создавање на нови финансиски институции.....	156
4. Иднина на финансиското работење со финансиските иновации.....	163
5 ДЕЛ – ФИНАНСИСКА РЕГУЛАЦИЈА НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР.....	171
1. Потребата од финансиска регулација.....	171

2.	Структура на финансиската регулација.....	175
2.1.	Модели на финансиска регулација.....	176
2.2.	Форми на финансиска регулација	178
2.3.	Правна рамка на функционирање на финансиската регулација во развиените земји	186
2.4.	Правна рамка на функционирање на финансиската регулација во земјите во развој	195
3.	Регулирање на финансиските деривати.....	196
4.	Финансиските иновации и нивното вклопување во финансиската регулација ..	198
5.	Слабостите на финансиската регулација.....	206
5.1.	Слабостите на финансиската регулација во развиените земји и во земјите во развој	206
5.2.	Разлики во финансиската регулација кај земјите со различна развиеност на финансискиот систем	213
6.	Нерамнотежи на пазарот предизвикани од слабостите на финансиската регулација	216
6.1.	Финансиските кризи пред кризата од 2007 година	216
6.2.	Финансиската криза од 2007 година	224
6.3.	Улогата на финансиските иновации во тековните случувања на финансиските пазари	237
6	ДЕЛ – ИМПЛИКАЦИИ НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНОВАЦИИ ВРЗ ФИНАНСИСКАТА РЕГУЛАЦИЈА	245
1.	Е-финансиите како предизвик пред финансиската регулација	245
2.	Финансиските деривати како предизвик пред финансиската регулација	258
3.	Меѓународно тргување со финансиските инструменти како предизвик пред финансиската регулација	272
4.	Насоки на финансиската регулација во иднина.....	289
7	ДЕЛ – СОСТОЈБИ И ТРЕНДОВИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА	302
1.	Финансиската структура во Република Македонија	302
2.	Опкружувањето на финансискиот сектор во Република Македонија	309
3.	Современи пристапи на функционирање на финансискиот пазар во Република Македонија	320
4.	Финансиска регулација во Република Македонија	328
5.	Финансиските деривати и финансиската регулација во Република Македонија ..	334
6.	Иднина на финансискиот пазар и финансиската регулација во Република Македонија	337
	ЗАКЛУЧОК	347
	КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА.....	353

ВОВЕД

Финансиските иновации се сигнификантен предизвик пред финансиските институции и пред регулацијата. Актуелноста на темата е поткрепена со бројни анализи, полемики, истражувања, кои се резултат на економската криза од 2007 година. Економистите утврдија дека светската економска криза, односно светската рецесија е окарактеризирана со намалување на побарувачката, производството и вработеноста во сите земји ширум светот. Ова укажува на фактот за меѓузависноста и поврзаноста на националните финансиски и економски системи, но во исто време го поставува прашањето за „цврстината“ на современиот капитализам. Ваквите случувања на светската економска сцена во чиишто рамки преовладува неолибералната доктрина сè поцврсто ја оспоруваат моќта на „невидливата“ рака на пазарот за најефикасна алокација на ресурсите и сè почесто ја наметнуваат потребата за регулација на пазарните односи, се разбира, не во смисла на негирање на пазарните механизми, туку само како своевидна корекција во доменот на пазарниот неуспех. Поаѓајќи од ваквите ставови, финансиите и финансиската политика добиваат сè поголема улога и значење, како од аспект на функционирањето на финансиските и економските институции, така и од аспект на обезбедувањето на стабилен и долгорочен економско правен, издржан законодавен систем кој ја вклопува и се вклопува во финансиската средина.

Овој труд дава придонес за економијата од причина што посочува резултати и дава насоки за претпазливоста во работењето на финансискиот систем, не само за светската економија, туку и за Македонија.

Целите на овој труд се насочени кон прецизно дефинирање на современата структура на финансискиот систем; согледување на развојот на екстерното финансиско опкружување – како историски, така и во опсег; проучување на методите и инструментите на работење на постојните финансиски структури; докажување дека финансиските иновации се предизвик пред финансиските институции и нивното работење; добивање слика за постојната финансиска состојба во корелација со финансиската регулација; давање насока за иднината на финансиското работење од аспект на финансиските иновации и нивното покомплетно инволвирање во финансиската регулација; скен на македонската финансиска структура и нејзината ажурност, опфатност во поглед на новите финансиски инструменти и методи на

работење, како и во поглед на финансиската регулација; утврдување на поврзаноста на активноста на македонската берза, активноста на македонската економија преку нивото на извозот и корекцијата во финансиското законодавство.

Во трудот детално и прецизно се дефинира каков е финансискиот систем преку неговите основни форми, каков е системот под дејство на опкружувањето и сè позголеменото присуство на електронска позадина, како и каков е овој систем пред регулацијата. Тематски е поделен на седум подглавја, а во основа се дели на два дела.

Првиот дел се однесува на присутноста на финансиски иновации и нивното влијание на финансиските институции, а вториот дел прави осврт на регулацијата, поточно како финансиските иновации се вклопени во овој домен. Затоа најпрво анализата започнува со согледување на постоечката структура на пазарот, поточно финансиските институции, финансиските инструменти и пазарите. Од финансиски институции, фокусот е ставен на анализа на банкарските и небанкарските финансиски институции, а инструментите се разгледуваат како класични хартии од вредност и финансиски деривати како посовремен израз на финансиски инструменти со кои се тргува на пазарите, а се значаен предизвик пред регулацијата. Понатаму, трудот цели кон согледување на факторите, единиците, методите кои се надвор од финансискиот систем, а значајно му делуваат и го делегираат неговото однесување, посебно осврнувајќи се на глобализацијата и техничко-технолошкиот напредок. Со ваквиот пристап се настојува да се олесни анализата на целокупниот финансиски систем како комплексност не само од внатрешни компоненти (институции и инструменти и нивно работење), туку како интегриран систем во економскиот систем кој делува, се менува и развива и под влијание на надворешните текови и промени. Предмет на трудот се и конкретните современи насоки кои се јавуваат во финансиското работење како резултат на постоењето на инструментите, институциите, пазарите и надворешните фактори кои им влијаат. Акцентот е ставен на електронските финансии изразено преку електронското банкарство и електронското тргување на финансиските компании, потоа услужната дејност во овој сектор и, согласно со ваквите промени, појавата на маркетинг за финансиски институции. Импликациите на финансиските иновации врз небанкарскиот и банкарскиот сектор, како и анализа на примената на нови инструменти и нови методи во работењето на овие институции, исто така е предмет на истражување. Се анализира колкав и каков е доменот на активности на овие финансиски сектори и кои се новонастанатите финансиски институции што работат со финансиските деривати и се одговор на финансиските иновации.

Вториот дел на трудот ја согледува потребата од финансиско регулирање, структурата на регулирањето и регулирањето на финансиските деривати. Посебен осврт е направен на слабостите на регулирањето како во развиените, така и во неразвиените земји и разликите кои постојат кај регулирањето зависно од развиеноста на земјата. Се разгледува и имплементираноста на новите методи на работа во финансискиот сектор, како и во регулацијата која соодветно треба да одговори со контрола и мониторинг. Крајно е, согледувањето на насоките на регулацијата во иднина со вметнатост на сите финансиски компоненти.

Последниот дел на трудот е конкретизиран на состојбите и трендовите на финансиските иновации и нивното влијание врз работењето на финансиските институции и соодветната регулираност во Република Македонија. Оваа глава е заклучок на претходните глави и споредба со финансиската состојба во Македонија, конкретно преку точките за финансиската структура, одржување на финансискиот сектор и современите пристапи на функционирање на финансискиот пазар во Република Македонија.

За постигнување на целите во трудот се користени повеќе методи кои излегуваат во пресрет на предметот и целта, а вклучуваат метод на индукција, дедукција, компаративен метод, статистички квантитативни и квалитативни методи и анализа на практични примери.

Мај 2013 г.

Авторот

1 дел

СОВРЕМЕНИ КОМПОНЕНТИ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР

1 ДЕЛ – СОВРЕМЕНИ КОМПОНЕНТИ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР

За да може да се зборува за компоненти на некој сектор, вклучително и на финансискиот, потребно е дефинирање на неколку поими кои во себе го вклучуваат и содржат поимот компонента. Таквото дефинирање опфаќа општо осознавање на поимите систем и сектор, кои на крај овозможуваат подетално осознавање на терминот компонента.

Зборот систем (од латинскиот *systema* или грчкиот *σύστημα*) означува збир од независни, а интерактивни единици кои формираат една целина. Кај системите е важен концептот на интегрирање на целина и концептот на интегрирање на сè. Тоа значи согледување на два момента – момент на внатрешна кохезија и интеракција и момент на надворешна кохезија и интеракција.

Ако продолжиме со дефинирањето, следен елемент, кој е составен елемент и на системот, е секторот. Сектор е одреден, одделен, специфичен елемент на системот.

Компонента е кој било помал (мал), самостоен дел од или во еден поголем ентитет.

Вака дефинираните термини овозможуваат да донесеме заклучок дека збир од компоненти составуваат сектор, повеќе сектори интегрирани и поврзани на некој начин создаваат систем.

Ова дефинирање може да се сублимира на конкретна област. Ако таа област е финансиската област (која истовремено е дел на економските системи), може да се напише дека финансискиот систем е составен од повеќе сектори кои содржат самостојни, одделни единици кои функционираат во негови рамки. Финансискиот систем е составен од финансиски институции, инструменти и финансиски пазари. Сите тие се составени од свои посебни елементи (компоненти), како банки, централни банки, инвестициски банки, инвестициски фондови, заеднички фондови, пензиски фондови, берзи, клириншки куќи, брокерски друштва, осигурителни компании, финансиски компании, потоа од хартии од вредност, пазари на пари, пазари на капитал, инвестициски пазари. Сите овие компоненти постојат и функционираат самостојно и посебно, но истовремено се во интеракција со сите останати компоненти кои сочинуваат други финансиски сектори и останати економски или социјални сектори во финансискиот систем.

Овој вовед треба да послужи како почеток на првиот дел на овој докторски труд во кој за почеток се анализираат и претставуваат токму компонентите на финансискиот сектор – дел од економскиот систем. Редоследот не им е случаен, а ќе бидат анализирани како финансиски институции, финансиски инструменти и финансиски пазари.

Институциите се оние ентитети во кои стриктно се дефинираат вршења на одредени активности. Активностите се реализираат со користење на различни финансиски инструменти, а и институциите и инструментите од различни ентитети овозможуваат функционирање на системот во пошироки рамки преку активностите што се спроведуваат на финансиските пазари.

1. Финансиски институции

Согласно со потребите на економските пазари, создадени се институции што ги покриваат потребите на понудата и побарувачката на разни производи, вклучително и на финансиски инструменти, односно создадени се институции што ги покриваат потребите на финансиските пазари. „Финансиските институции ја извршуваат својата активност во процесот на поврзување на суфицитниот и дефицитниот сектор. Најбројна група финансиски институции се финансиските посредници кои по правило се вклучени во процесот на индиректно финансирање. Покрај нив, доста значајна улога играат и финансиските институции кои нудат финансиски услуги и обезбедуваат услови за остварување на директното финансирање односно промет на финансиските инструменти помеѓу суфицитниот и дефицитниот сектор – брокерски и дилерски куќи, инвестициски банки, инвестициски советници и организирани пазари (берзи и вонберзански пазари)¹.

¹ Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije” treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god., str.46

Табела 1.1. Структура на финансиските институции

ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ	
ФИНАНСИСКИ ПОСРЕДНИЦИ	УСЛУЖНИ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ
1. ДЕПОЗИТНИ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ	1. БРОКЕРСКИ КУЌИ
1.1. Комерцијални банки	2. ДИЛЕРСКИ КУЌИ
1.2. Штедилници	3. ИНВЕСТИЦИСКИ БАНКИ
1.2.1. Штедно-кредитни здруженија	4. ИНВЕСТИЦИСКИ СОВЕТНИЦИ
1.2.2. Штедни банки	5. ОРГАНИЗИРАНИ ПАЗАРИ (берзи и ОТС)
1.2.3. Кредитни синдикати	
2. НЕДЕПОЗИТНИ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ	
2.1. Договорни институции	
2.1.1. Осигурителни компании	
2.1.1.1. Компании за осигурување на животот	
2.1.1.2. Компании за осигурување на имот	
2.1.2. Пензиски фондови	
2.1.2.1. Приватни пензиски фондови	
2.1.2.2. Државни пензиски фондови	
2.2. Инвестициски посредници	
2.2.1. Инвестициски фондови	
2.2.2. Заеднички фондови на пазарот на пари	
2.2.3. Финансиски компании	

Извор: Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije” treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god.

Значи, структурата на финансиските институции може да се категоризира на две подгрупи. Едната се финансиските посредници, а другата се услужните финансиски институции.

Поголемиот број финансиски институции создадени на финансискиот пазар спаѓаат во групата на финансиски посредници, како носечки институции на финансиските пазари и како постаро формирани институции. Овие институции се базични и карактеристични за сите економии. Ова посебно се однесува на депозитните институции, додека недепозитните се карактеристика на современото функционирање на економските системи и современите потреби во општеството.

Услужните институции се одраз на развојот на финансиските пазари, особено од аспектот на нивната основна дејност. За жал, на Земјината топка сè уште постојат земји (економии) коишто функционираат без постоењето и дејствувањето на институциите од услужниот финансиски сектор.

Ваквата ситуација за некои економии е сосем нормална, но тоа не значи дека развојот треба да биде попречен, особено ако се земе предвид улогата на финансиските институции во финансискиот систем.

Таквата улога шематски е прикажана подолу.

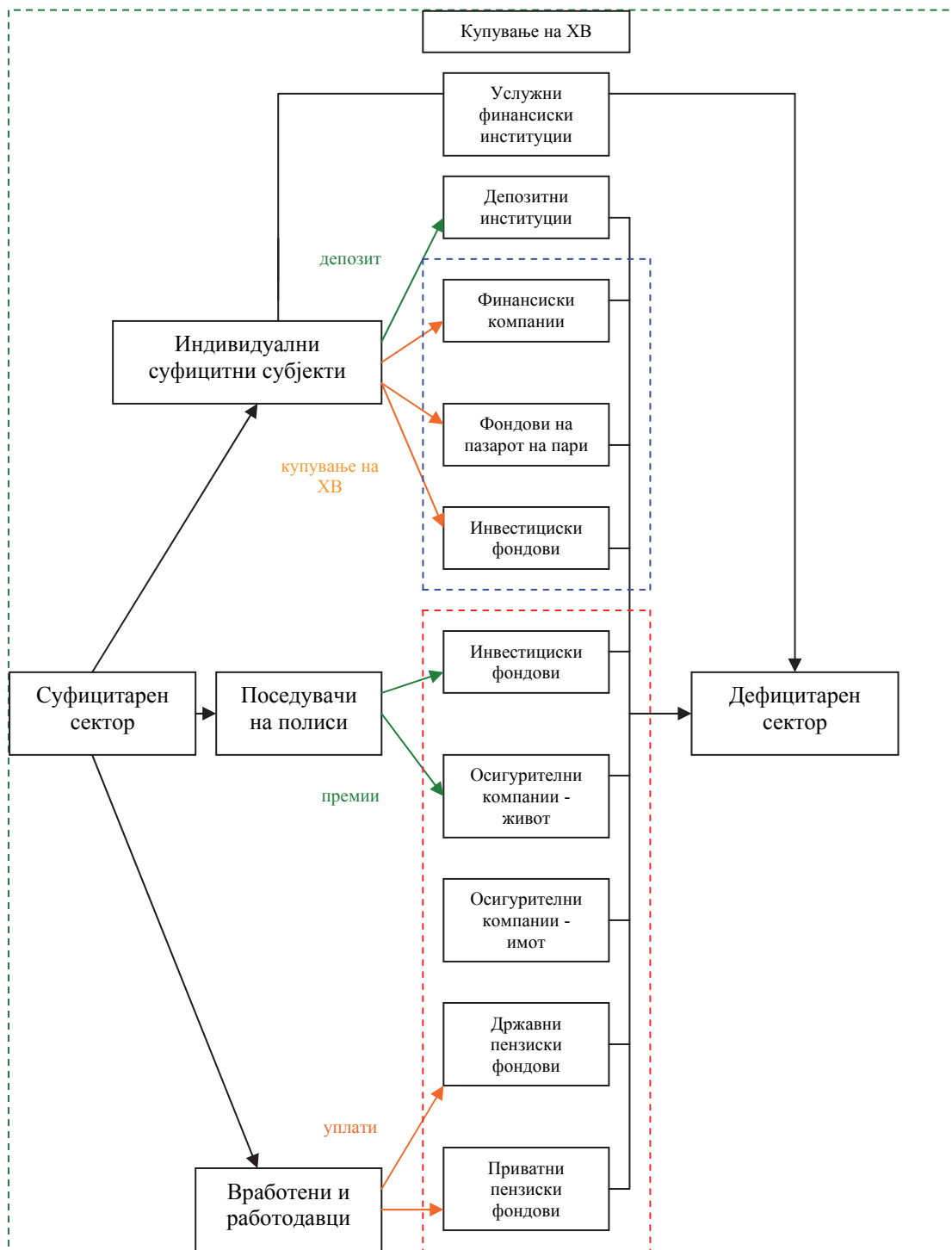
На таков начин е дадена јасна слика за патот на средствата од суфицитниот до дефицитниот сектор, со што се врши исплатлива алокација на средствата и за двете страни вклучени во текот.

Средствата од индивидуалните субјекти, поседувачите на полиси, работодавците и вработените кои имаат вишок, преку различните институции, со користење на различни инструменти доаѓаат до дефицитниот сектор.

Ова е, всушност, основната шема на функционирање на финансискиот сектор, но ова поглавје понатаму ќе ги разгледа сите учесници посебно со своите карактеристики.

Редот на анализа не е поставен според нивната припадност во одделни поддомени, туку е правен според нивната номенклатура и именување, сè со цел да се разграничат основни разлики што постојат меѓу нив, а кај читателот поради сличноста во именувањето можат да создадат конфузија.

Слика 1.1. Преглед на улогаите на финансиските институции во финансискиот систем



Извор: Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, “Finansiska tržišta i institucije” treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god.

1.1. Комерцијални банки и штедилници

„Поимот депозитни институции опфаќа повеќе институции и организации во кои спаѓаат комерцијалните банки, штедилниците, штедните и кредитните асоцијации и различни други штедно-кредитни здруженија. Заедничко својство на овие институции е прибирање на депозити од останатите учесници во финансиските процеси. Овие депозити претставуваат нивна пасива, врз основа на која имаат обврски кон нивните сопственици (депонентите). Активата на овие институции доминантно се состои од одобрени кредити или влогови во различни финансиски инструменти. Нивниот принос се формира на разликата во цени по кои средствата се пласираат и/или се инвестираат во однос на цената по која се доаѓа до средствата²“.

Комерцијалните банки се најзначајни, најголеми и најраспространети финансиски институции. Ги има на сите пазари, и во неразвиените финансиски економии и во развиените. Тие ја вршат основната посредничка улога во системот на индиректно финансирање³.

Се карактеризираат со висок ливериџ во својата структура поради големиот процент на позајмени средства во билансот на средства и покрај тоа што основната дејност им е прибирање на депозити. Тие се користат и со останати кредитни извори.

Основни функции на една комерцијална банка се:

- прибирање на депозити и други средства;
- одобрување на кредити;
- остварување и извршување на платниот промет.

Ваквите функции на комерцијалните банки можат да функционираат одвоено, но можат да бидат и еден комплексен систем во рамки на една банка.

По сите случувања на финансиските пазари комерцијалните банки си ја зацврстија стабилната позиција на најсигурни финансиски институции, носечки во многу земји. Ги има во сите земји, формирани за остварување на нивната основна депозитно-кредитна дејност. Оваа основна дејност со текот на времето се проширува и во некои економии, а основните банкарски активности се проширени до ниво да тие се нарекуваат стоковни куќи или финансиски супермаркети. Ваквото проширување на

² Dr Dejan Šošković, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije”, treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god., str.448

³ Д-р Ристо Фотов, „Основи на финансии“, Економски факултет – Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2007, стр. 96

комерцијално-банкарската дејност зависи од земја до земја, односно е условена од законската рамка и поставеност на овие институции во одредените земји.

Ширењето на функциите на комерцијалните банки оди во насока на нивно вклучување во: советодавни функции; спонзорство на емисии на хартии од вредност; дистрибуција односно продажба; потоа се вклучуваат во брокерски и дилерски функции; па до таму што во некои земји им е овозможено да се вклучуваат и во: управувањето со приватните пензиски фондови; управување со средствата; чување, наплата и технички сервис на хартиите од вредност; емисија на финансиски инструменти; прием и чување на посебно наменети депозити; управување со инвестициски фондови. Функцијата на банките се проширува и кон вршење поголем спектар на услужни дејности и за граѓанскиот сектор, а не само за стопанствениците и претпријатијата⁴.

Проширувањето на функционирањето на банките оди кон поголема секјуритизација на кредитите. За ова, нормално се создадоа услови, но дали тие ќе се задржат и денес останува прашање на законските регулативи. Во текот на 70-тите години на минатиот век дојде до зголемување на кредитните ризици, почетокот на 80-тите се окарактеризира со зголемени реални каматни стапки со што пласманот на обврзниците станал рентабилен, банките си ги зголемиле резервите на капитал преку емисија на посебни (субординарни) хартии од вредност, а се обезбедуваат и со долгорочни извори на средства преку емисија на обврзници и депозитни сертификати, со што ја намалуваат и рочната трансформација во меѓународната трговија. Банките ја обезбедуваат својата ликвидност со развивањето на секундарниот пазар на хартии од вредност, а сето ова е проследено и со извесна дерегулација на финансискиот сектор. Ваквата иднина и универзалност на комерцијалните банки, поточно трансформацијата на основниот облик на хартијата од вредност, беше запрена со случувањата од 2007 година. Сепак, прогнозите за класичното банкарско работење воопшто не се црни. Напротив, како што наведовме погоре, банките ја зацврстија својата позиција како основна финансиска институција во финансиските системи и на развиените и на финансиските пазари во развој.

Штедилниците, штедно-кредитните зруженија и уни немаат така значајна улога како комерцијалните банки. Нивната дејност е сведена на давање и

⁴ Д-р Ристо Фотов, „Основи на финансии“, Економски факултет – Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2007, стр. 96

секјуритизација на хипотекарни кредити и вложување во хартии од вредност. Основна функција е да ја акумулираат заштедата и да им даваат позајмици на клиентите, кои тие средства ги користат за купување на потрошни добра или градење на станови и куќи. Овие институции најчесто соработуваат со компаниите за изградба на објекти, поради тоа што токму станбените објекти се најчеста форма на хипотекарен залог.

Најчеста и најстара форма од оваа група на институции се штедно-кредитните асоцијации, кои прибираат средства преку штедни и орочени депозити, а нив ги користат за одобрување на хипотекарни кредити. Ваквата форма на институции со тек на време се проширува во форма на заеднички штедилници (Mutual Savings Banks). Овие штедилници се разликуваат по нивната корпоративна структура, која функционира на принцип на заедничка кооператива, односно депонентите се всушност сопственици на овие институции.

Штедно-кредитните асоцијации се побројни, но со поголем капитал располагаат заедничките штедилници. Функционирањето во основа е исто, базирано на депозити и хипотекарни кредити, а основната разлика се јавува во типот на сопствеништвото врз капиталот.

Кредитните унии или познати и како кредитни задруги се кооперативни институции кои на своите членови им даваат заем⁵.

Овие институции се најмлади депозитни институции.

Се карактеризираат со доброволно учество и здружување, при што на своите членови се одобруваат средства, кредити или пак во поново време кредитни картици и услови и услуги поврзани за нив. И покрај тоа што принципот на долг е поактуелен од принципот на сопственички влог, приносот од членството во кредитната унија најчесто се остварува како дивиденда, а не како камата (разлика во камата) што би било пологично.

Овие институции (кредитните унии) се разликуваат само по типот на сопствеништвото и по начинот на одредување на конечниот каматен принос (на крај на годината како дивиденда или тековно утврдена разлика).

Сублимирано може да се каже дека овие институции се разликуваат по сопственоста (сопственост на депонентите или не) и по начинот на распределба на добивката (разлика во камати или дивиденда).

⁵Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije”, treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god., str. 460

Најголем зенит доживуваат во 60-тите и 70-тите години на минатиот век, за да се изедначат законски со функционирањето на банките. Сепак, голем број од нив (во светски рамки) имаат пропаднато поради лошиот пласман, односно лошото управување со средствата: краткорочни извори, а долгорочни пласмани.

Овие институции иако спаѓаат во доменот на депозитни институции, сепак се карактеристика (посебно нивните понови варијанти) на развиените економии. Искуството покажало дека вложувањето во нив треба да е внимателно и претпазливо токму од причина што се засновани на депозитно-кредитно функционирање, а облиците на хеџирањето обично се лимитирани.

1.2. Централни банки

Следна институција чиешто функционирање ќе се разгледува се Централните банки. Иако станува збор за банки, овие институции од далеку се разликуваат од комерцијалните банки. Централните банки се познати и како народни банки, банки на одредена земја и слично⁶.

Во основа, нивни базични функции се:

- утврдување и спроведување на монетарната политика,
- регулација на ликвидноста во плаќањата спрема странство,
- утврдување и спроведување на политика на девизен курс,
- управување и ракување со девизните резерви,
- уредување на платниот систем,
- издавање дозволи за основање и работење на банки (комерцијални) и штедилници,
- супервизија на банките и штедилниците,
- надзор над работењето на субјектите кои вршат услуги за трансфер на пари,
- издавање дозволи за работа на менувачниците,
- надзор над работата на менувачниците,
- издавање на книжни и ковани пари и
- вршење работи за сметка на органите на државната власт и органите на државната управа.

⁶ Проф. д-р Љупчо Трпески, „Банкарство и банкарско работење“, Скенпоинт, Скопје, 2009, стр.70-156

Централните банки се разликуваат и во билансот на состојба од комерцијалните банки со ставките во активата и пасивата. Ваквата разлика постои поради тоа што комерцијалните банки законски се задолжени да држат одредена сума на средства во централните банки со која се гарантира сигурноста во извршувањето на монетарната политика, а централната банка покрај депозитите и кредитирањето во свои рамки ги има и средствата кои ги емитува односно издава.

Централните банки имаат поширок домен на активности што допира до макроекономското опкружување. Нивна основна цел е одржување на ценовна стабилност. Одржувањето на ценовната стабилност може да се реализира преку следење на повеќе насоки т.е. политики.

Постоењето на централните банки датира од многу одамна, како неминовна потреба за постоење на банка над банките, којашто ќе врши контрола на финансиското работење во една економија, поради огромните импликации што ги имаат финансиските институции и нивното работење врз целокупното стопанство. Централните банки се разликуваат помеѓу развиените земји, земјите во развој и неразвиените земји. Таа разлика вообичаено не е во структурата, туку во начинот на остварување на своите цели. Така, централните банки од можното директно контролирање на инфлацијата, задолжителните резерви, операциите на отворен пазар, специјалните депозити, девизните курсеви или останати начини, зависно од типот на економијата, финансискиот пазар, традициите се одлучува за методот на остварување на ценовна стабилност.

Од овие методи, искуството покажува дека развиените економии се насочуваат кон користење на директното таргетирање на инфлацијата или пак на активностите на отворениот пазар. Земјите во развој и/или неразвиените земји почесто се користат со девизниот курс. Карактеристична е и големината на задолжителните резерви. Кај развиените земји таа има тенденција да се намалува, додека кај неразвиените земји сè уште се држи на одредено повисоко ниво.

Ваквата состојба на активности донекаде е и разбирлива од фактот што развиен финансиски пазар овозможува ефективна употреба на активности на отворен пазар или на директна контрола. Неразвиен и нестабилен пазар вообичаено гледа да се потпре на развиен пазар и да ги следи неговите чекори. Сепак, за неразвиените економии и економиите во развој важно е да се направи правилна проценка на времето и развојот на економијата за таа сама да застане на нозе и монетарната политика да се спроведува според пазарните законитости.

Погоре споменав дека централните банки применуваат различни политики за остварување на целта, а структурата на истите ја оставив во заден план. Структурата на централните банки, исто така, се разликува од земја до земја. Овде развиеноста на економиите нема клучно влијание. Разлика во структурите се појавува и меѓу земјите од ист ранг на развиеност. Сепак, во сите земји целта на структурирањето е иста, а таа е независноста на овие институции. Значи и покрај тоа што централната банка има за задача да врши работи за сметка на органите на државната власт и органите на државната управа, истите тие треба да ги остварува согласно со потребите на економијата и монетарната политика, а не според потребите на одредни влади и владини гарнитурни.

Како најнезависни централни банки важат Централната банка на Швајцарија и Централната банка на Германија (која сега функционира во рамки на Европската централната банка со што повлекува висок ранг на независност и на оваа институција – ситуација која денес е изместена поради случувањата во Европската унија).

Со сите централни банки управува гувернер чијшто избор се врши вообичаено на рокови кои не се поклопуваат со политичките избори, со цел да се зачува независноста на овие институции. Органите, одборите, членовите (внатрешни и надворешни) во банките, исто така, се разликуваат. На пример, федералните резерви во САД (Централната банка на САД) во свои рамки има 12 посебни резервни банки, додека во структурата на Централната банка на Канада такво нешто не се забележува. Слична структура, од овој аспект, со ФЕД има Европската централна банка.

Најстара централна банка е Централната банка на Англија од 1694 година, американската е од 1836 година, Банката на Јапонија е од 1882 година, канадската е од 1934, европската од 1999 година⁷.

Овие банки опстојуваат веќе со векови, што значи нивната иднина не е под никаков прашалник. Нивното постоење е неизбежно неопходно. Нормално дека во текот на нивното постоење тие претрпувале промени и измени, дополнувања, скратувања и слично, спроведувале различни политики согласно со монетарните цели, но ништо од ова не ја негирало потребата од нивно постоење. Во последните неколку години дилемите околу овие институции се сведуваат на нивната независност и

⁷ Со напомена дека станува збор за формирање на Централна банка на Европската унија, во чишто рамки функционираат поединечни централни банки на земјите-членки во Унијата, кои нормално имаат далеку постара историја.

примената на политики кои се повеќе пазарно ориентирани, отколку примена на методи кои претставуваат стриктна присилба на одреден чекор⁸.

Постојењето на централните банки е круцијално и од аспект на тоа што мора да постои институција која ќе врши супервизија на сработеното, која ќе прави контрола на финансиските текови, која ќе спроведува политика со што ќе се развива финансискиот пазар, т.е. целата економија.

1.3. Инвестициски банки

„Инвестициската банка претставува најразвиена форма на посредување во финансискиот систем на директно финансирање. Инвестициската банка е финансиски посредник кој во својство на агент може да извршува повеќе дејности на финансиските пазари, вклучувајќи ги и основните посреднички активности – брокерските. Ваквата форма на банкарство во светски рамки е позната како: securities firms, capital market corporation, merchant banks, investment banks. И покрај тоа што меѓу нив има одредена разлика, во суштина сите тие институции можат да се вметнат под заедничкиот поим инвестициски банки, а работењето инвестициско банкарство.

Основната дејност на инвестициските банки доминантно е фокусирана на примарните финансиски пазари, а влијанието на инвестициските банки врз модерните пазари е многу големо. Како што е комерцијалното банкарство доминантен посредник во индиректниот систем на финансирање, така инвестициското банкарство е доминантно во директниот систем на финансирање.

Основна мисија на инвестициското банкарство е „производство“ односно емисија на нови хартии од вредност на примарниот пазар. Инвестициското банкарство отсекогаш ја има оваа мисија. Во ситуациите кога не постои релација помеѓу инвеститорите и потенцијалните инвестициски проекти, постои можност за делување на инвестициското банкарство. Ваквата релација создава можност и услови за финансирање на нови проекти. Секако, тоа се реализира преку емисија на хартии од вредност.

Оваа појава отвора нови начини на финансирање, креирање на нови инструменти, со што значајно придонесе до создавање на т.н. финансиска револуција. Секако, индустриската и финансиската револуција не може да се разгледуваат и

⁸ Се мисли на стапката на задолжителните резерви и тенденцијата на нејзино сведување на 0%

разберат како одвоени процеси. Во средиштето на основниот тек на финансиската револуција се наоѓа еволуцијата на инвестициското банкарство.

Овој процес на развој го минуваат и земјите во развој, па не би било чудно и од кај нив да се создаде уште некоја форма на инвестициско банкарство. Како посебно институционализирана и самостојна дејност постои доминантно на англосаксонскиот финансиски пазар и во Јапонија. Како посебна дејност, инвестициското банкарство се востановува со законот Glass-Steagall САД, во 1933 година.

Постојат институции во коишто инвестициското банкарство и комерцијалното банкарство се искомбинирани, па таквите банки се познати како универзални банки⁹. Овие институции можат истовремено да примаат депозити, одобруваат кредити, пласираат емисија на хартии од вредност, објавуваат брокерски активности и да даваат други фианнсиски услуги, на пример осигурувањето. Најголем број од европските земји имаат банки коишто го применуваат универзалното банкарство како основен облик на институционализација на инвестициското банкарство.

За разлика од комерцијалните, инвестициските банки не се строго ограничени на поединечни сектори на дејствување. Тие можат да извршуваат многу тесен или многу широк круг на дејности, зависно од националната регулација и стратегија на дејствување. Заради ова е тешко дефинирањето на инвестициските банки и нивната специфична дејност која со тек на време се менува. Од овие причини, дефинирањето на инвестициските банки може да се сведе во четири дефиниции.

Првата, најшироката, вели дека под овој поим се означуваат сите најзначајни учесници на пазарот на капитал (Wall Street Firms). Оваа дефиниција се однесува на нивната улога како универзални играчи кои ги вршат скоро сите операции на овие пазари – од извршување на обичен налог на мало (брокери) до креирање дериватни инструменти.

Втората дефиниција ги специфицира инвестициските банки како посредници на примарниот пазар на капитал и пазар на претпријатијата. Според оваа дефиниција, основна дејност на инвестициските банки се емисиите, мерџерството и аквизицијата и управувањето со фондовите на ризичен капитал. Брокерската дејност и другите активности (продажбата на хартии од вредност на индивидуалните инвеститори, секјуритизацијата, хипотекарното банкарство) не се одлучувачка ознака на овој тип на посредници. Во деловното инвестициско банкарство е вклучено и т.н. мерџент

⁹ Погоре во текстот стана збор за проширувањето на дејностите на комерцијалните банки (МГ)

банкарство, тоа е ситуација кога инвестициските банкарци инвестираат на своја сметка, најчесто во дејности поврзани со откуп на претпријатија. По оваа дефиниција, тргувањето со блокови од хартии од вредност е основна дејност на инвестициските банки.

Третата, уште потесна дефиниција на инвестициското банкарство, вклучува само активности на примарниот пазар на капитал, мерцери и аквизиција. Од оваа дефиниција се исклучени некои важни активности кои инвестициските банки во реалноста ги остваруваат: управување со фондови, инвестирање во ризични фондови и слично.

Четвртата, најтесна дефиниција, ја ограничува нивната дејност на активности за прибирање капитал на примарниот пазар на капитал. Додатна дејност се операциите со хартии од вредност на секундарниот пазар (брокерско-дилерските активности).

Инвестициските банки во сите финансиски системи се занимаваат со прибирање на капитал, кој им е потребен на стопанствениците за финансирање на нивниот раст. Денес, друга базична дејност е и реструктурирањето на претпријатијата, односно посредувањето на пазарот на корпоративна контрола. Инвестициските банки создаваат корпорации односно „отвораат“ или „изведуваат“ деловни субјекти и објекти на финансискиот пазар. Воопштено би можело да се тврди дека инвестициското банкарство креира примарно пазар на капитал. Инвестициските банки управуваат со активата на своите клиенти, извршуваат брокерско-дилерски активности, креираат нови инструменти (финансиски инженеринг) итн. Секако, за да можат инвестициските банки да направат прав метод на финансирање на субјектите, мораат да ги познаваат условите на финансирање, состојбите на пазарот и слично. Значи, инвестициските банки мораат да се занимаваат и со анализа и истражување на пазарот“.

1.4. Инвестициски фондови

Фондовите претставуваат „базен“ на пари и се професионално менаџирани за постигнување најдобар обрт на средствата. Парите се уплаќаат за експертите од фондот да купуваат обврзници и акции.

Идејата е преку комбинацијата на вашите пари со парите на останатите луѓе да можете да се распространете кај повеќе компании, што доколку би требало да го правите сами нема да сте во можност. Со ова се намалува ризикот при инвестирањето.

Постојат многу различни видови на фондови, најчесто застапени преку Isa, а се јавуваат како:

- пензиски или месечни шеми на заштеди,
- унии (unit trusts),
- OEIC, инвестициски компании со варијабилен капитал (open-ended investment companies) или понова форма на унија (формирани по 2001 година) и
- инвестициски фондови (investment trusts).

Вообичаено фондовите се водени околу одредена тема, а менаџерите се фокусираат на парцијален сектор со цел да создадат заработка за инвеститорите или да создадат зголемување на капиталот.

Преку фондовите инвеститорите можат да уплаќаат паушален износ или пак да се реализираат регуларни уплати и исплати.

Менаџерите во фондовите работат на различно ниво на минимално учество (кое може секако да биде и поголемо).

Унии (unit trusts)

Фондовите се помалку ризични од индивидуалните вложувања и купувањето акции.

Униите и нивните модерни составни единици познати како open-ended investment companies OEIC го сочинуваат најголемиот дел пазарот на инвестициските фондови.

Ваквите фондови се поделени на единици (units) и инвестирањето се врши со купување на една или одреден број на единици - units.

Вредноста на тие единици оди нагоре или надолу во линија со перформансите на средствата во кои менаџерот има инвестирано.

Како што инвеститорите внесуваат или изнесуваат пари од фондот, така бројот на единиците се зголемува или намалува.

Кога лицата сакаат готовина, менаџерите ги продаваат средствата и реализираат готовина.

Профитот од активноста се остварува преку тоа што, доколку менаџерот добро ги инвестирал единиците тие вредат повеќе кога ги продава отколку кога ги купиле. Тоа, всушност, е профитот на вашата инвестиција.

Инвестициски унии (Investment trust)

Исто како и unit trusts и OEIC, инвестициски унии се собрани инвестиции кои носат заеднички пари од одреден број на инвеститори т.е. инвестиции. Тие се од затворен тип.

Овој тип на фондови функционира повеќе како компанија и кога инвестирате всушност се купуваат „акции“ кои се рангираат на берзата.

Ова значи дека вредноста на вашата инвестиција е под влијание на движењата на пазарот, како и од перформансите на средствата одбрани од менаџерот на фондот.

Во unit trusts бројот на единиците флукутира, додека бројот на удели „акции“ во investment trust е константен и ако сакате готовина од вашата инвестиција тогаш треба да се продадат уделите. Трошоците за акциите во инвестициските унии вообичаено не се рефлектираат прецизно на вредноста врз средствата, поради тоа што повеќето од нив се тргуваат по дисконтна вредност (на нивната реална вредност).

Експанзијата на инвестициските фондови започнува во 70-тите години на XX век, тогаш всушност ја загрозува доминантната позиција на комерцијалните банки во распоредот на вкупната финансиска актива, а се карактеристика на развиените финансиски пазари.

Поради ова, комерцијалните и универзалните банки ја прошируваат својата понуда, вклучувајќи инструменти во и од различни инвестициски фондови. Банките во овој период почнуваат да посредуваат со инвестициските фондови во функција на брокерско-дилерски оператори, финансиски аналитичари и агенти за осигурување (посебно во 90-тите години).

Спомнувањето на банките и нивниот удел во работењето на инвестициските фондови и нивното работење не е случајно, а се наведува посебно заради наредната тематска единица – заедничките фондови.

Иднината на инвестициските фондови по тековните случувања се стави под знак прашалник. Сепак, сметам дека развојот на економијата и финансиските пазари нема да дозволи враќање назад и рушење на нешто што е веќе изградено, туку само треба да се насочи кон подобро управување. Секако институциите на финансискиот пазар се доволно преплетени и вмрежани, што падот на едни секако води до пад и на други институции. Од таа причина, која било институција ќе се стреми кон заштита на сопствените заработки.

1.5. Инвестициски компании

Инвестициските компании уште познати како заедничките фондови¹⁰ - затворени или отворени, исто како и инвестициските фондови претставуваат институции во групата на инвестициски посредници односно недепозитни финансиски институции. Овие институции се разликуваат од инвестиционите банки кои се дел од групата услужни финансиски институции.

Заедничките фондови се професионално менаџирани форми на колективни инвестиции кои собираат пари од многу инвеститори за да набават акции, обврзници, краткорочни инструменти (од пазарот на пари) и/или други хартии од вредност.

Ако се забележи, дефинирањето на инвестициските фондови е многу слично со дефинирањето на заедничките фондови и анализата на инвестициските компании, односно на заедничките фондови како посебна единица и не е баш оправдано. Каде настанува забуната! Забуната настанува во моментот кога определени автори во групата на инвестициски посредници ги вбројуваат:

- инвестициските фондови (mutual funds),
- фондовите на пазарот на пари (money market mutual funds) и
- финансиските компании,

а според други автори инвестициските фондови се тие кои се делат на:

- отворени и затворени;

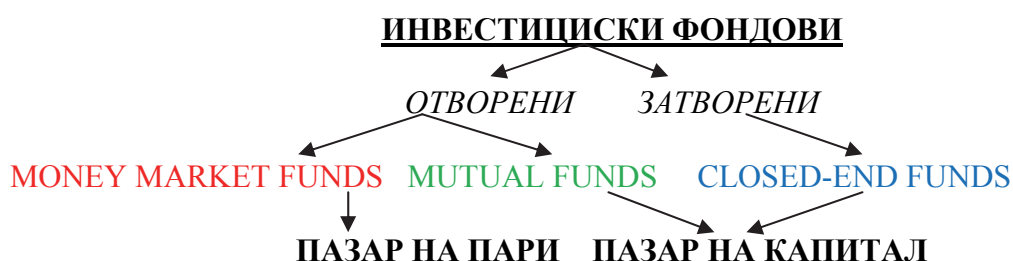
отворените фондови се делат на:

- money market funds и
- mutual funds,

а затворените се еден тип познат под името closed-end funds.

Последната поделба попрегледно се претставува како слика која изгледа вака:

Слика 1.2. Видови инвестициски фондови и нивни вложувања



Извор: Dr Dejan B. Šoškić, „Hartije od vrednosti – upravljanje portfoliom i investicioni fondovi”, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009

¹⁰ Често среќавани во литературата и како заеднички фондови на пазарот на пари или затворени фондови и сл.

Втората поделба треба да се земе како поверодостојна од аспект на јазичните разлики, од една страна, а и мноштвото варијанти кои се јавуваат кај финансиските институции, од друга страна.

Тоа е, всушност, развојот на финансискиот пазар и диференцираноста на финансиските институции кои во овој домен можат да се анализираат, покрај тоа дали се дел од пазарот на пари или пазарот на капитал, односно да се разгледуваат и според: спектарот на активности на фондовите, присуството на гаранција на активностите, подлежноста на оданочување и слично.

Сите овие институции се резултат на развојот на пазарот и можат да се класифицираат до толку детални структури како што е прикажано на слика 1.4. (подолу). Сепак, и покрај развојот на овие институции, тие не работат самостојно. Во одреден дел тие пак се поврзани со работењето на банките. Од вкупните средства на фондовите 15,3% се средства од продажба преку банките, а од нив 23% се на фондови на обврзници во сопственост на банките, 38,3% се на фондовите на пазарот на пари во сопственост на банките, 22,7% се на фондови на обврзници кои продажбата ја вршат преку банки и 16% се на фондови на пазарот на пари кои продажбата ја вршат преку банките¹¹. Ваквата состојба на инволвирање на банките во инвестициското работење посебно доаѓа до израз во 90-тите години на минатиот век, но овој тренд како што напоменавме неколку пати до сега, е намален по кризата од 2007 година.

¹¹ Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije”, treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god., str. 457

1.6. Пензиски фондови

Пензиските фондови се недепозитни договорни институции, односно станува збор за фонд, но не и за инвестициски посредник. Настанати се како резултат на индустријализацијата, а нивниот натамошен развој се услови од бројот на работоспособното население во споредба со зголемувањето на бројот на населението и смртноста.

Најпрво пензиските фондови се јавуваат како државни, а денес сè повеќе се развиваат приватните пензиски фондови.

Ова се институции чијашто задача е да обезбедат приходи за пензионираниите и онеспособените лица. Системот на работење на пензиските фондови може да биде базиран на тековните одливи и приливи (карактеристичен за државните пензиски фондови) или пак секој да уплаќа за својата сметка (карактеристичен за приватните пензиски фондови).

Инаку фондовите се раководени или од државни органи и институции, или од приватни институции или пак од синдикати на компаниите.

Начинот на работење на пензиските фондови зависи од пензискиот план кој е утврдено да се користи. Постојат два основни и широко употребувани видови пензиски планови:

- План со дефинирани придонеси,
- План со дефинирани пензии.

Како понова форма се појавува т.н. хибриден план (комбинација од претходните два)¹².

Кај првиот план стриктно е утврдена висината на придонесите кои мора да се уплаќаат, а пензијата зависи од успешноста на инвестирањето на тие средства, од успехот на фондот и слично. Овој план е карактеристика обично на приватните пензиски фондови. Вториот план, карактеристичен за државните фондови, се остварува преку одреден стаж на работење и години на старост на работникот, па врз база на некои пресметки базирани на овие две варијабли се утврдува стриктен износ на пензија. Хибридниот план се употребува од 1985 година, а со него и работодавачот и вработениот го делат ризикот во поглед на исплатата на пензиите. Кај ваков план на работење, работодавачот е тој кој го раководи пензискиот фонд, ако има недостаток на

¹² Михаил Петковски, „Финансиски пазари + институции“ второ дополнето изменето издание, Економски факултет, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Скопје, 2009, стр. 342

средства за да се оствари претходно договорената сума тогаш вработениот е должен да си го компензира износот на дефицитот.

Кога станува збор за прашањето што се случува со прибраните средства во фондот, одговорот исто така има неколку алтернативи. Средствата во фондот или фондот сам ги раководи или пак им ги доверува на фирми за таа намена. Во светски рамки пензиските фондови многу се исповрзани со инвестициските фондови. Сепак, поради ризичноста на пласманите на средствата, а истовремената потреба од нивна сигурност, вообичаено законските рамки се поставени така што поцврсто ги држат условите за вложување на овие суми¹³.

Пензиските фондови ги има во сите земји, на сите финансиски пазари. Разлика се појавува на ниво на развиеност на пазарот со формата на пензискиот фонд. Вообичаено неразвиените пазари се одликуваат со државни пензиски фондови, а развиените финансиски пазари се одликуваат со приватни пензиски фондови. Мора да се напомене дека ова не значи присуство на една форма на фонд, а отсуство на друга, туку станува збор за поголем удел односно учество на пазарот.

Најголемите пензиски фондови се во развиените економии и тоа процентот и бројот на 300 најголеми пензиски фондови во светот е: САД 64%, Велика Британија 9,6%, Јапонија 9,1%, Холандија 5,3%, Канада 3,6%, Шведска 1,5%, Швајцарија 1,1%¹⁴.

Погоре споменавме дека пензиските фондови прво се јавуваат како државни, а денес сè повеќе се развиваат приватните. Ова е така како резултат на облигацијата за средување на односите на „меѓугенерациската солидарност“. Генерациите сè помалку се поклопуваат, а ова врши притисок врз фондовите, па поради тоа се наоѓаат алтернативи за решавање на проблемите од ваков тип. Поради ова иднината на пензиските фондови најверојатно ќе остане потпрена на приватните пензиски фондови, секако со нивната класификација на задолжителни или доброволни.

1.7. Берзи

Организираните пазари кои спаѓаат во доменот на услужни финансиски институции и овозможуваат тргување преку организирана средба на понудата и побарувачката на одреден простор каде се почитуваат одредени правила на тргување и организирано формирани цени на финансиските инструменти, се познати под името

¹³ Ова посебно се однесува на земјите во транзиција и неразвиените земји.

¹⁴ Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции“, второ дополнето изменето издание, Економски факултет, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Скопје, 2009, стр. 341

берзи или берзанско работење. Сите берзи се организирани пазари, но сите организирани пазари не се берзи. Вообичаено, секундарните пазари се делат на берзи и организирано вонберзанско тргување (ОТС). Сите финансиски трансакции кои се вршат надвор од берзанските и организираниите вонберзански пазари спаѓаат во неорганизираниот пазар. По дефиниција неорганизираниот пазар е вонберзански и тој ги опфаќа сите директни и посредни, редовни и споредни, најчесто приватни контакти на купувачите и продавачите во кои се одвива трговија со стандардни или специфични финансиски инструменти, секако како мали или големи трансакции.

На берзите се тргува вообичаено со акции, но постојат и такви берзи на кои тргувањето се ограничува само на акции или пак има такви на кои се работи со поширок спектар на инструменти и се тргува и со корпоративни обврзници и со финансиски деривати. Постојат и такви берзи на кои се тргува со стока, сточни деривати (производни) и/или со финансиски деривати. Овие берзи се познати како стокови берзи. Пазарите на државните обврзници, во светски рамки, по правило се изместени вон берзите и се реализираат на вонберзанскиот организиран пазар во кој учествуваат државните институции и примарните дилери (на примарното тргување), како и други заинтересирани финансиски институции и инвеститори (при секундарната трговија). По обем на прометот, вонберзанскиот пазар на државни обврзници во САД го надминува прометот на најголемата берза (Њујоршката).

Кога сме веќе кај големината и бројот на берзите, најголемата берза се наоѓа во Њујорк, формирана во 1792 година, како договор за исклучиво меѓусебно тргување со фиксна камата потпишана од 24 трговци (што се смета за официјален почеток). Други поголеми и позначајни берзи за светските финансиски пазари има во Лондон, Франкфурт, париската, бриселската и амстердамската берза познати како Euronext, Токио, Хонг Конг. Останати берзи кои се во САД: американската, пацифичката, бостонската, филаделфиската, среднозападната и синсинатијската, на останатиот американски континент: торонтската, монреалската, мексичката, берзата во Сао Паоло и Буенос Аирес, во Европа: мадридската, миланската, амстердамската, виенската, циришката, женевската, базелската, стокхолмската, хелсиншката, во Осло и атинска, московска, варшавска и љубљанска берза. Постојат и берзи во Австралија и во Нов Зеланд.

Постојат и мноштво на стокови берзи од кои се издвојуваат: њујоршката берза за кафе, шеќер и какао, њујоршката берза за памук, њујоршката берза за фјучерси, њујоршката трговска берза, њујоршката стокова берза, чикашката берза за тргување,

чикашката берза за опции, чикашката трговска берза, лондонската берза за метали, лондонската меѓународна берза за финансиски фјучерси и опции, француската берза за опции, француската берза за фјучерси, eurex – берза настаната со здружувањето на германската берза за фјучерси (термински договори) и швајцарската берза за опции и финансиски фјучерси.

Зошто берзите се вметнати во делот финансиски институции, а не финансиски пазари? Станува збор за институција на/во која се одвива тргување со одреден тип на инструменти, под одредени услови, но сето тоа не е доволно широко за да се опфати под дефиниција финансиски пазар. Значи станува збор за дефиниција на која работат и членуваат одреден број на учесници. Брокерите (комисиони, на паркетот, за обврзници), дилерите, регистрираните трговци и специјалистите се учесници при реализација на берзанското работење, нормално учесници се и поставените различни одбори кои раководат со берзата.

Берзите вообичаено се формирани да работат за профит и нивна специфичност е јавноста и објавувањето на финансиските извештаи на нивните членови. Тргувањето на берзите има своја интересна историја, а денес тоа нормално се одвива по електронски пат и покрај институционалната подготвеност и поставеност на берзите секаде низ светот.

Тргувањето на вонберзанските официјални пазари се врши исклучиво преку електронски компјутеризирани системи. Во САД овој систем е познат под името NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), а во Европа истиот овој систем е со седиште во Лондон и се нарекува EASDAQ. Во овој систем има околу 350 000 компјутерски терминали ширум светот, во САД се само 180 000, а повеќе од 25 000 се стационирани во Канада, Велика Британија, Германија, Швајцарија и Франција¹⁵. За попрецизно извршување на работењето на овие пазари и заради подобра евиденција постојат потсистеми на овој систем.

Овде мора да се спомене и постоењето на т.н. пазари во сенка, кои не претставуваат ништо друго туку паралелно постоење на пазар на којшто се одвиваат трансакции во големи количини и износи, односно се тргуваат блокови хартии од вредност.

¹⁵ Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije”, treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god., str. 133

Електронската поставеност на овие пазари е многу неминовна од причина што денес сите тргувања се електронски евидентирани, а од друга страна овде станува збор за институции преку кои се одвива тргувањето со акциите и останатите видови хартии од вредност кои играат значајна улога на финансиските пазари, а и патот на средствата преку овие инструменти мора да е евидентиран за подобра и поефикасна финансиска регулација.

Берзите и ОТС пазарите се белег на развиените економии, иако во овие земји се имаат појавено од поодамна. Земјите во развој и неразвиените земји до некаде е и логично зошто немаат развиени берзи и берзанско работење. Ова се имплицира од немањето доволно широк спектар на разнообразни финансиски инструменти на овие пазари, како и од финансиската легислатива. Токму јавното објавување на податоците на учесниците на берзите во овие земји претставува една од главните причини зошто компаниите не сакаат да котираат на нив. Сепак глобализацијата си го прави своето, па и овие економии полесно го пробиваат патот на берзанското работење.

Токму од аспект на берзанското работење и глобализацијата, иднината на овие институции не е под дилема, но законските рамки и регулирања, либерализирањето и сличните активности се подрачја на детална анализа. За овој тип на институции во иднина секако доста значајна компонента се и техничко-технолошкиот развој и примената на електронски евиденции и системи.

1.8. Клириншки куќи

Клириншките куќи се финансиски институции кои нудат финансиски услуги: клиринг и порамнување за финансиски инструменти, деривати и нивни трансакции. Овие трансакции може да се дел од официјалните тргувања на берзите, но и од ОТС пазарите. Клириншките куќи стојат помеѓу две клириншки друштва (фирми), кои истовремено се нарекуваат и фирми членки или клириншки учесници (clearing participants). Цел е да се редуцираат ризиците од пропаѓање на фирмите кои треба да си ги исплатат обврските. Клириншките куќи ги редуцираат ризиците од порамнување преку:

- сведување на трансакциите на нето вредност помеѓу многуте учесници;
- барање колатерално учество или депозит (познат уште како маргинален депозит);
- обезбедување независна валуација на тргувањата и колатералот;

- мониторинг на кредитната вредност на клириншките фирми;
- обезбедување гарантиран фонд кој може да се користи да ги покрива загубите.

Кога размената еднаш ќе биде извршена од двете страни учеснички, било на берза или на ОТС пазар, трансакцијата се презема од клириншката куќа која тогаш пристапува помеѓу двете клириншки фирми, оригинални застапници на учесниците во размената и ги сумира легалните ризици од размената. Овој процес може да се изврши за неколку секунди на високо ликвидните пазари на фјучерси или пак да земе и денови кај ОТС пазарите. Работата на клириншките куќи може да се сведе на два дела, едниот трансферирање односно потврдување на сопственоста, а вториот порамнување на сметките.

Клириншките куќи вршат и услуги на чување на хартиите од вредност, но ова постои само доколку хартијата покрај како електронски запис се јавува и во физичка форма.

Постоењето на овие куќи е неопходно затоа што количината на трансакции и износите кои се разменуваат меѓу трговските учесници може да направи таква забуна и хаос во работењето, што тие претставуваат излез од таквата ситуација. Во земјите каде што не постојат клириншки куќи оваа работа е сведена како процедура која ја изведува некој друг орган, но постапката е таа, со цел сведување на трошоците и ризиците на минимум.

1.9. Брокерски друштва

Брокерските друштва се фирми кои овластено вршат берзански активности. Овластеното извршување на берзанска активност може да го има и само едно лице, познато како брокер.

Поради ова, дефинирањето на поимот брокер има два аспекта, индивидуален и инвестициски. Притоа, индивидуата која се занимава со оваа активност мора да биде професионална, да поседува знаење, вештини, а истовремено сето ова да е законски поткрепено и потврдено, како доказ дека тоа лице во минатото нема вршено малверзации на ова поле.

Основна функција на брокерските фирми е прифаќање и извршување на налозите на клиентите. Овие налози се извршуваат или на берзите или на ОТС пазарите. За сигурно извршување на налозите од брокерските фирми се бара истите да

поседуваат одреден број на брокери и да поседуваат минимален капитал односно да се придржуваат кон капитален цензус со кој ќе се гарантира работата на оваа посредничка институција.

Во зависност од тоа дали брокерската фирма е член на некоја берза или не е, брокерите се делат на: комисиони и берзански.

Комисионите брокери (може да се самојстојни, а може и да се вработени во некое брокерско друштво) се брокерите кои немаат членство на берзата. Тие своите налози ги реализираат со тоа што ги предаваат на други лица, овластени за оваа работа. Тие овластени лица се берзанските брокери.

Берзански брокер е лице кое има право директно да учествува во трговијата на берзата.

Брокерите работат за одредена провизија.

Брокерските куќи можат да бидат мали, но можат да бидат и огромни, односно може да се фокусирани на одредено географско подрачје или да бидат просторно многу разграничени. Постојат брокерски куќи кои работат со институционални инвеститори, ваквите вообичаено не се гломазни, но се просторно широко распространети. Има и брокерски куќи кои се ориентирани кон малите вложувачи, и имаат добро организиран прием и извршување на налозите. Ваквите брокерски куќи се поврзани многу со банките или штедилниците. Постојат и универзален тип на брокерски куќи кои, главно, се добро капитализирани финансиски институции. Овие компании имаат посебни организациони структури и одделенија, со што работата е класифицирана и полесно се остварува. Тие сектори и одделенија најчесто се: инвестициско одделение, аналитичко, одделение, одделение за продажба, готовински пресметки, кредитни и маргинални пресметки, заедничка сметка, одделение за извршување на налозите, одделение за обработка на налозите, одделение за евиденција на хартиите од вредност, книговодство, одделение за застапништво и слични, со кои работата се води кон ефикасно и ефективно реализирање.

Брокерската дејност се развива како резултат на развојот на берзите и берзанското работење и нормално нивната иднина најверојатно ќе го следи текот на развојот на овие институции.

Дилерски куќи

Дилерите исто како и брокерите се посредници на финансиските пазари, но тие во исто време се и сопственици на финансиските инструменти кои се предмет на

тргување. Тие работат за капитална добивка, односно за разликата во цени по која купуваат и продаваат финансиска актива.

Во поволни ситуации на пазарот дилерот или брокерот може прво да го реализира сопствениот тек, а дури потоа да го реализира интересот на клиентот, но правилата на законот бараат обратен редослед на овие активности.

Дилерите може да се поделат на: дилери како создавачи на пазарот (market makers) или како дилери специјалисти.

Создавачите на пазарот се така наречени поради нивната функција да стекнуваат принос од шпекулативни операции. Дилерите се разликуваат од брокерите и по тоа што кон одредена трансакција брокерот пристапува само ако има налог, за дилерот ова не е карактеристика. Дилерот секогаш е спремен да купува и да продава, како би заработил од разликата во цените, а не од провизија. На ваков начин, креирајќи го пазарот, дилерот има предности, но и страни на кои треба да внимава. Основната негова предност како креирач на пазарот е информационата предност, односно тоа што дилерите имаат поголем и поточен пристап до информациите важни за тргување на берзите, односно на финансиските пазари. Дилерот, пак, од друга страна, треба да внимава на одржување на стабилност на пазарот, како и да ги реализира налозите кои ги добива (навремено).

Со тоа што дилерот работи за сопствена сметка тој се изложува на ризик од менувањето на цените, ризик од времетраењето на врзаноста на средствата, што всушност го врзува дилерот за одредена позиција на купувач или продавач и секако тука се појавува ризикот да дилерот на пазарот се сретне со субјекти кои се подобро информирани од него.

Дилерите специјалисти се членови на берзата кои учествуваат во купопродажбата на едни или неколку точно одредени видови хартии од вредност на берзата. Нивна основна задача е остварување на стабилен, континуиран пазар на хартии кои се специјализирани и по правилата на берзата се задолжени. При вршењето на ваквите активности, дејноста на овие дилери, во одредени области се поклопува со работата на брокерите, а во други се поклопува со работата на дилерите – креирачи на пазарот. Специјалистите може да примаат лимитирани или налози со точно утврдена цена која се разликува од пазарната.

Поради тоа што дилерите може да работат спротивно на интересите на нарачателот, нивното работење е стриктно регулирано со берзанските правила, но и со правилата наметнати од финансиските пазари.

1.10. Осигурителни компании

Ако брокерите и дилерите можат да се јават како индивидуи, односно индивидуални инвеститори, во рамките на финансиското работење постојат и институционалните инвеститори. Институционалните инвеститори добиваат на замав затоа што со нив се зголемува ефикасноста на пазарите.

„Овие институции не се како комерцијалните банки, не се предмет на монетарни регулирања од причина што не можат да креираат кредитна мултипликација, ниту влијаат на количината на пари во оптек. Овие институции не обезбедуваат функција на плаќање и веројатно најважно својство на оваа група на инвеститори е нивната улога своето работење да го засноваат на доверба“¹⁶.

Во рамките на институционалните инвеститори покрај пензиските фондови спаѓаат и осигурителните организации и финансиските компании.

Осигурителните компании се институции кои за претходно утврдена сума се обврзуваат да даваат услуги за осигурување и вршат исплата на надокнадување во случај на настанување на осигураните случаи.

Овие институции на себе го преземаат ризикот од исплата при настанување на „ситуација“, со тоа што калкулираат со повеќе случаи и веројатноста од нивна реализација. Вкупната сума што осигурителната компанија ја собира од осигурените лица на име премии, секогаш е поголема од вкупната сума која треба да се исплати во вид на осигурена сума. Разликата, всушност, е профитот за организацијата.

Постојат два основни вида на осигурителни компании и осигурување што тие го вршат:

- осигурување живот;
- осигурување имот.

Осигурителна куќа може да се специјализира за определено осигурување, но може да извршува и повеќе видови на осигурување, па дури и други активности и

¹⁶ Д-р Ристо Фотов, „Основи на финансии“, Економски факултет – Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2007, стр. 36

финансиски дејности. Посебен замав осигурителните друштва заземаат кон пензиското осигурување и формирањето на пензиски фондови.

Осигурителните друштва се големи инвеститори во хартии од вредност. Основен проблем при донесувањето на инвестициони одлуки е усогласувањето на рочната, ризичната и валутната структура на пласманите со структурата на изворот. При осигурувањето на имот се гледа средствата во кои се инвестира да се ликвидни, додека при осигурување живот пласманите се стабилни долгорочни инструменти. Сето ова се прави со цел постигнување: стабилност на доходот, ликвидност, временска усогласеност на обврските со влоговите и слично.

Нормално, работењето за да ги оствари целите е регулирано и насочено кон количините и видовите на инструменти кои може да ги користи.

Осигурителните компании се карактеристика на сите економии, но создавањето на финансиски конгломерати, што е карактеристика на развиените економии не ги одминува ниту овие институции. Така, тие во развиените земји добиваат димензии на проширување на нивната основна дејност.

1.11. Финансиски компании

Иднината на финансиските институции сè повеќе навлегува кон создавањето на финансиски конгломерати.

Финансиските компании се една форма на создавање токму на финансиски конгломерат, кој на институциите им овозможува кои спаѓаат во еден поддомен да навлезат во работењето на друг поддомен.

Ваквата структура се прави од причина да се привлечат корисниците и да се задржат средствата на едно место, односно кај една институција.

Конкретно финансиските компании и мотивот за нивно создавање им е со финансирање на продажбата на производите на корпорацијата, кредитирање на купувачите, финансирање на сопственото производство или заработка на финансиските трансакции.

Постојат неколку видови на финансиски компании¹⁷:

- потрошувачки финансиски компании;
- продажни финансиски компании;

¹⁷ Д-р Ристо Фотов, „Основи на финансии“, Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2007, стр. 44

- деловни финансиски компании.

Потрошувачките финансиски компании им одобруваат кредити директно на потрошувачите, продажните вршат кредитирање на продажбата, а деловните финансиски компании финансираат активности внатре во рамки на корпорациите и нејзините сектори.

Структурата на финансиските конгломерати денес е составена од: деловна банка, штедилница, финансиска компанија, фамилија инвестициски фондови, брокерско дилерски куќи, инвестициски банки и осигурување¹⁸.

Поради тоа што сите овие институции се вметнати во една, уште се нарекуваат и финансиски супермаркети.

Финансиски супермаркети се среќаваат во развиените земји, иако во неразвиените земји многу често едно или неколку лица менаџираат со повеќе финансиски великани. Разликата е во тоа што кај едните станува збор за постоење на пазарен супермаркет како склоп од различни развиени финансиски институции. Кај вторите станува збор за најчесто политичко искористување на ситуација и постоење на само неколку основни форми на финансиски институции кои се раководени од еден. Во вториот случај не станува збор за финансиски супермаркет.

Иднината на финансиските конгломерати претставува предизвик пред регулацијата и пред либерализацијата. Ова е клучна алка која ќе придонесе за успешна работа и ефикасност и ефективност, а ќе ги избегне појавите на финансиски фијаска.

Целокупното досегашно обраќање и значење на финансиските институции може да се сублимира преку следнава табела:

¹⁸ Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije” treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god., str. 58

Табела 1.2. Извори на средства и власници на финансиските институции

Финансиски институции	Главни извори на средства	Главно користење на средства
Комерцијални банки	Депозити од граѓаните, стопанството и владините агенции	Купување владини обврзници и корпоративни обврзници; кредитирање на домаќинствата и стопанството
Штедилници	Депозити од граѓаните, стопанството и владините агенции	Купување владини и корпоративни обврзници; хипотекарни и други кредитирања на домаќинствата; кредитирања на стопанствениците
Кредитни унии	Депозити од членовите на кредитните унии	Кредитирање на членовите на кредитната унија
Финансиски компании	ХВ продадени на домаќинства или претпријатија	Кредитирање на домаќинствата и стопанствениците
Инвестициски фондови	Акции продадени на домаќинства, претпријатија и владини агенции	Купување на владини или корпоративни долгорочни ХВ
Фондови на пазарот на пари	Акции продадени на домаќинства, претпријатија и владини агенции	Купување на владини или корпоративни долгорочни ХВ
Осигурителни друштва	Премии од осигурување и приноси од инвестиции	Купување на владини или корпоративни долгорочни ХВ
Пензиски фондови	Придонеси од работодавачите и вработените	Купување на владини или корпоративни долгорочни ХВ

Извор: Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije”, treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god.

Од табелата се согледува дека финансиските институции се медиум на сите финансиски текови. Во нивната работа се вклучени сите финансиски инструменти и сите финансиски субјекти (лица) и заедно со нив ги прават финансиските пазари.

Главата подолу продолжува со анализа на видовите финансиски инструменти и нивните карактеристики, како и со различните финансиски пазари што се добиваат со користењето на специфичните институции и инструменти.

2. Финансиски инструменти

Финансиските инструменти претставуваат побарувања спрема доходот или богатството на дефицитните економски единици претставени со некој правен документ и вообичаено создадени со позајмување на пари¹⁹.

Финансиските инструменти се финансиска актива или инструмент, односно медиум со кој се реализира портфолио менаџментот.

Финансиски инструмент е она во што може да се инвестира.

Финансиски инструменти се хартии од вредност или се резултат од депозитно-кредитен однос. Можат да бидат во форма на пари (готовина) или да бидат сопственички или должнички инструменти.

Финансиските инструменти претставуваат документи кои докажуваат нечиј долг или сопствеништво.

Со финансиските инструменти се вршат финансиските трансакции на пазарот. Според тоа можат да бидат финансиски инструменти на пазарот на пари, но и финансиски инструменти на пазарот на капитал. Нормално, тука може да се надоврзи и поделбата на краткорочни, среднорочни и долгорочни инструменти. Овде, како предмет на анализа се земаат класичните хартии од вредност и изведените од нив инструменти, познати како финансиски деривати.

Во групата на класични хартии од вредност спаѓаат краткорочните државни обврзници, депозитните сертификати, банкарските акцепти, комерцијалните записи, федералните фондови, договорите за реоткуп – репо, среднорочни обврзници, долгорочни обврзници, обврзници на локалните државни органи или власти, корпоративни обврзници, хартии од вредност покриени со хипотеки, обични акции, преференцијални акции, конвертибилни хартии од вредност.

¹⁹Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции“ второ дополнето изменето издание, Економски факултет, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Скопје, 2009, стр. 6

Во дериватните инструменти спаѓаат опциите, своповите, варантите, фјучерсите, терминските договори.

2.1. Класични хартии од вредност

Групата на класични хартии од вредност генерално може да се подели на: обврзници и акции. Сепак, на пазарите на пари и капитал се имаат појавено и некои хибридни форми кои спаѓаат во оваа група, а стриктно не може да се издвојат како еден или друг инструмент, туку се некаква комбинација.

Во групата на класични хартии од вредност спаѓаат²⁰ краткорочните државни обврзници, депозитните сертификати, банкарските акцепти, комерцијалните записи, федералните фондови, договорите за реоткуп – репо, среднорочни обврзници, долгорочни обврзници, обврзници на локалните државни органи или власти, корпоративни обврзници, хартии од вредност покриени со хипотеки, обични акции, преференцијални акции, конвертибилни хартии од вредност.

Краткорочните државни обврзници (благајнички записи) се хартии од вредност на пазарот на пари. Значи се ликвидни инструменти, со низок ризик. Служат за краткорочно финансирање на привремените буџетски дефицити или за рефинансирање на претходно издадени државни обврзници.

Депозитните сертификати не се исто што и депозитите. Тоа се хартии од вредност на пазарот на пари, но можат да се јават и на пазарот на капитал и се потврди за депозити кои ги издаваат деловните банки. Слични се на орочените депозити. Ликвидни инструменти се со низок ризик, бидејќи се осигурени од деловните банки.

Банкарските акцепти се најстари инструменти на пазарот на пари. Станува збор за пишан документ со кој се дава налог на една банка да исплати пари на сметка на лице од друга банка, при што како гаранција се јавува банката. Со акцептот банката може да тргува пред рокот на достасување и истиот инструмент да го користи на секундарниот пазар.

²⁰ Краткорочните државни обврзници - treasury bills, депозитните сертификати – negotiable certificates of deposit CDs, банкарските акцепти – banker’s acceptances, комерцијалните записи – commercial papers, федералните фондови – federal funds, договорите за реоткуп – репо – repurchase agreements repos, среднорочни обврзници – treasury notes, долгорочни обврзници – treasury bonds, обврзници на локалните државни органи или власти – municipal bonds munis, корпоративни обврзници – corporate bonds, хартии од вредност покриени со хипотеки – mortgage backed securities, обични акции – common stock, преференцијални акции – preferred stock, конвертибилни хартии од вредност – convertible securities

Комерцијални записи ги издаваат корпорации кои се карактеризираат со успех во работата. Овие записи не се загарантирани со или од некој фонд (како што се благајничките записи т.е. краткорочните државни обврзници). Овие записи се гарантираат со кредитниот рејтинг на добробонитетната корпорација.

Федерални фондови се карактеристика на американскиот пазар. Тоа се задолжителни резерви на комерцијалните банки на сметката на централната банка кои може да се тргуваат помеѓу банките. Станува збор за прилично краткорочни размени, кои траат од ден до три дена.

Договор за реоткуп е договор со кој се овозможува продажбата на одредена договорена единица да се претвори во купување на истата таа единица по одреден период. Најчесто се јавуваат на пазарот на пари, но може со нив да се тргува и на подолгорочно ниво.

Среднорочни и долгорочни државни обврзници се разликуваат меѓу себе по рочноста, а се разликуваат и од благајничките записи. Станува збор за гарантирани инструменти од државата поради што се со низок ризик. Со некои од нив може да се тргува на секундарниот пазар, со некои трансакцијата завршува на рокот на доспевање.

Обврзници на локалните институции или власти, се издаваат од локални министерства, институции, органи и сл. Можат да бидат општи, ограничени, осигурани.

Корпоративни обврзници издаваат корпорации, со договор за исплата на договорената камата и главница во рокот на доспевање. Можат да бидат осигурени со хипотека или залог, а можат да бидат и неосигурени. Можат да бидат купонски или не. Можат да бидат со или без учество во профитот на корпорацијата. Овие обврзници имаат голем удел во финансиските пазари и трансакциите со нив. Тие се едни од водечките на пазарите.

Хартии од вредност покриени со хипотека издаваат влади или од страна на владата спонзорирани хипотекарни агенции, кои откупуваат хипотекарни кредити од банките и емитуваат хипотекарни залози кои активно се јавуваат на секундарниот пазар.

Обични акции се сопственички хартии од вредност, а не се должнички како горенаведените инструменти. Тие претставуваат учество или сопствеништво. На сопственикот му овозможуваат право на глас и учество во ликвидационата маса по подмирувањето на сите останати обврски на претпријатието спрема доверителите. Акциите преку дивиденда на сопствениците им обезбедуваат годишно средства, кои

можат да се исплатат во форма на готовина, но и не мора да се исплати доколку така се договори или е договорено. Акциите можат да се делат во различни пропорции. Прилично се ликвидни бидејќи со нив најмногу се тргува на берзите.

Преференцијалните акции се нешто помеѓу акциите и обврзниците. Тоа се акции со приоритет во исплата, но обично не му носат право на глас на сопственикот. Значи поставени се помеѓу обврзниците и обичните акции (според редоследот на исплатата). Приносите на преференцијалните акции по правило се однапред договорени и се помали (капиталната добивка и дивидендата) од оние на обичните акции. Можат да бидат партиципативни, кога можат да земат дел и од дивидендата на обичните акционери и флексибилни, кога имаат флексибилна дивиденда, која обично е врзана (односно се менува) зависно од некој друг инструмент, државна обврзница на пример.

Конвертибилни хартии од вредност се или преференцијални акции или обврзници кои можат да се конвертираат во обични акции под одредени услови и време.

2.2. Финансиски деривати

Во дериватните инструменти спаѓаат²¹ опциите, своповите, варантите, фјучерсите, форвардите, терминските договори, права.

Овие инструменти се наречени деривати затоа што се изведени од други инструменти и од нивното тргување. Тие на таков начин ја градат и својата вредност. Вредноста на дериватите е изградена од хартијата од вредност на основа на која се изведени.

Станува збор за инструменти кои однапред договараат/гарантираат купопродажба на одреден инструмент²² на одреден датум во иднина, по денес договорена цена.

Терминските договори ги обврзуваат страните за исполнување на договореното, при што оној кој зазема долга позиција всушност купува, а оној кој зазема кратка продава. Терминските договори се кројат според потребите на двете страни, а можат да бидат каматни или девизни. Ова се смета за некоја форма на предност на овие

²¹Опциите - options, своповите - swaps, варантите - warrants, фјучерсите - futures, форварди – forwards, терминските договори – terms, права - rights.

²² Инструмент во оваа смисла има пошироко значење, не се однесува само на финансиски инструмент, може да станува збор и за стока, за валутна размена и сл.

договори, кои пак имаат недостаток поради тоа што изнаоѓањето на партнер со исти потреби и барања претставува значаен проблем. Кај ваквите договори се појавуваа и ризик од неплаќање поради тоа што нема трета страна да го гарантира плаќањето.

Своповите се прилично нови инструменти од 1981 година и тие гарантираат размена на инструмент на некој иден датум. Разликата од терминскиот договор е што размената е нето трансферот и условите не се однапред определени, туку варираат со движењата на каматните стапки, девизните курсеви и други идни цени. Кај нив едната страна се врзува за фиксна камата, а другата најчесто се раководи според LIBOR. Своповите можат да бидат каматни и валутни. Инаку станува збор за нестандардизиран договор за разлика од фјучерсите и опциите кои се стандардизирани договори. Кај своповите важен е кредитниот рејтинг, а како посредник (кој си наплаќа провизија за завршената услуга) може да се јави банка.

Фјучерсите се најофицијални, зад нив стои фјучерска берза, додека опциите се карактеристични по тоа што кај нив цената е определена. Опциите се всушност опција/можност да се купи или продаде одреден инструмент.

Индексни, каматни и валутни се специфични префикси кои често одат со овие деривати. Соодветен термин (зависно од берзанскиот индекс, каматата или валутата и нивните промени) се користи за конкретизирање и потенцирање на што точно е изведен инструментот и со кои промени се калкулира за да се процени крајната вредност односно добивката или загубата.

Табела 1.3. Деривативите наспроти каматните стапки и нивото на цените

		Каматни стапки	
		Расте	Опаѓа
Термински договор **	продавач	загуба	добивка
	купувач	добивка	загуба
Своп договор	фиксна	добивка	загуба
	варијабилна	загуба	добивка
Фјучерс*	продавач	добивка	загуба
	купувач	загуба	добивка
		Ниво на цена	

		Расте	Опаѓа
Продажна опција**	продава	загуба	добивка
	купува	добивка	загуба
Куповна опција*	продава	добивка	загуба
	купува	загуба	добивка

Извор: Марија Гогова Самоников адаптирано според Михаил Петковски, „Финансиски пазари + институции“ второ дополнето изменето издание, Економски факултет, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Скопје, 2009; Dr Dejan B. Šoškić, „Hartije od vrednosti – upravljanje portfoliom i investicioni fondovi“, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009; Mishkin Frederic S. The Economics of Money, Banking and Financial Markets seventh edition [book]. – USA: Addison Wesley Longman Publishing, New York , 2004

Табелата го покажува точниот однос на видот на дериватот со промената на конкретната променлива (каматна стапка или ниво на цена). Зависно од позицијата што ја зазема субјектот во договорот (куповна или продажна) промената влијае на одреден начин спротивно од онаа на другата страна во договорот. Кај своп договорите позицијата се одредува според типот на каматата за која се врзува субјектот, а не позицијата на продавач или купувач, поради тоа станува збор за тип на инструмент кај кој е важен нето трансферот.

Поради ваквите карактеристики на финансиските деривати и нивните конкретно познати движења на одредена промена, истите се користат за хеџирање. Хеџирањето не е ништо друго туку обезбедување на одредени трансакции со кои на некој начин се гарантира одредена добивка. Со тоа што одреден финансиски дериват може да се пребива со друг, одредена загуба може да се пребие со друга. Ова го користат посебно инвестициските фондови во своето портфолио на активности, со цел да се заштитат себе, своите клиенти и добивката.

3. Финансиски пазари

Откако ги разгледавме финансиските институции и финансиските инструменти стасавме до моментот кога истите ги синтетизираме на едно место. Тоа едно место на кое се среќаваат сите (или скоро сите) финансиски учесници се нарекува финансиски пазар. На финансискиот пазар се одвиваат сите трансакции со погоре споменатите

инструменти, а институциите ги добиваат своите карактеристики и функционираат согласно со поставените законски рамки.

Постојат повеќе поделби, односно специјализации на видовите на финансиски пазари. Зависно од рочноста се делат на пазар на пари и пазар на капитал; зависно од видот на инструментите се делат на пазар на обврзници, пазар на акции, хипотекарен пазар, пазар на форварди и фјучерси, пазар на опции и свопови, инвестициски пазари, пазар на готовински текови, девизен пазар итн.; зависно од организираноста на пазарот се делат на организирани и неорганизирани (официјални и неофицијални); зависно од дозволата за работа се делат на регуларни и сиви и црни пазари; зависно колку пати се тргува се делат на примарни и секундарни.

Овде се става посебен акцент на поделбата на пазарите на: пазар на пари и пазар на капитал, од аспект што најглобално се вклучени и инструментите и институциите, а не се оди на конкретизирање на одредена величина и согледување на нејзиното влијание. Согласно со видот на пазарот може да се направи преглед на финансиските инструменти, учесниците и карактеристиките на овие пазари кој изгледа вака:

Табела 1.4. Преглед на главните финансиски инструменти, учесници и карактеристики

				Карактеристики на ХВ	
Тип на пазар	Инструмент	Главни учесници / институции	Ризичност	Рок на достасување	Активност на секундарен пазар
Капитал	Хипотека	Позјмици од комерцијални банки и од граѓани и претпријатија	Променлив	До 30 години	Умерена
Капитал	Државни и локални обврзници	Ги издаваат владите и локалните управи на граѓаните и на институционални инвеститори	Поголем од ризикот на некои др. влади ама ослободен од повеќето оданочувања	До 30 години	Умерена
Капитал	Корпоративни	Корпорациите ги издаваат на	Поголем од оној на	До 40 години	Умерена

	обврзници	поединци и на институционални инвеститори	владините обврзници, но помал од оној на приоритетните и обични акции, зависи од силата на издавачот		
Капитал	Лизинг	Сличен долг при што наместо кредит претпријатијата земаат под наем	Ризик сличен на корпоративни акции	3-20 години	Непостојана
Капитал	Приоритетни и акции	Ги издаваат корпорациите на поединци и институционални инвеститори	Поголем од оној на корпоративни акции, помал од оној на обичните акции	Неограничен	Умерена за големи корпорации
Капитал	Обични акции	Ги издаваат корпорациите на поединци и институционални инвеститори	Ризично	Неограничен	Голема за големи корпорации
Пари	Сертификат и за депозити	Ги издаваат банки и институции за штедење	Низок	7 дена до 5 години или подолго	Непостојана
Пари	Федерални фондови	Ги издаваат депозитни институции	Низок	1-7 дена	Непостојана
Пари	Репо договори	Ги издаваат претпријатија и финансиски институции	Променлив	1-15 дена	Непостојана
Пари	Државни записи	Ги издава министерство за финансии	Нема ризик	91 ден до 1 година	Висока
Пари	Банкарски	Преку меница	Низок (ако	До 180 дена	Висока

	акцепти	гарантирана од банката	банката е солидна)		
Пари	Комерцијални записи	Ги издаваат сигурни претпријатија на големи инвеститори	Низок	До 270 дена	Ниска
Пари	Инвестициски фодови на пазар на пари	Инвестициски фондови на поединци и претпријатија	Низок	Моментална ликвидност	Висока
Капитал	Државни обврзници (долгорочни и среднорочни)	Ги издава министерство за финансии	Нема ризик	2-30 години	Висока

Извор: Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije”, treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god.

Преку табелата може да се согледа учеството на видовите на инструменти на соодветните пазари, институциите кои се среќаваат како и ризичноста од дадената активност, што влијае на цената на инструментот, рокот на доспевање на инструментот и активноста на секундарниот пазар. Последните три се сите варијабли кои имаат значаен удел во формирањето на цената на еден инструмент со кој се тргува на пазарите, а првите три се досега разгледаните финансиски инструменти, институции и пазари.

3.1. Пазар на пари

Сите трансакции со финансиски инструменти чијшто рок на достасување е до една година се опфатени во работата на пазарот на пари. Овој пазар се одликува со голема ликвидност и низок ризик. Трансакциите се во големи износи и обем, поради тоа што на нив учествуваат институционални инвеститори. На овој пазар се среќаваат сертификати за депозит, федерални фондови, репо договори, државни записи, банкарски акциепти, комерцијални записи и нормално инвестициските фондови на

пазарот на пари кои тргуваат со најразлични инструменти, покрај горенаведените кои имаат рок на достасување помал од една година. Секундарното тргување со овие инструменти е отежнато поради кратката рочност, но оние инструменти кои се карактеризираат со рок близу една година, како што се државните записи и банкарските акцепти, се исклучок од ова тврдење.

3.2. Пазар на капитал

Иако името на овој пазар асоцира на поинакво тргување, станува збор за финансиски пазар на кој се тргува со инструменти чијшто рок на достасување е поголем од една година. Понекогаш е тешко да се направи стриктна граница помеѓу пазарот на капитал и пазарот на пари, поради тоа што инструментите со кои се тргува на пазарот на капитал може пред рокот на достасување да бидат продадени, а тој предвремен рок да е помал од една година.

Овој пазар поради својата отвореност кон секундарното тргување, како и поради многуте инструменти со кои се тргува на него е столбот на финансиските трансакции.

Се карактеризира со помала ликвидност и сигурност за разлика од пазарот на пари. На него се тргува со хипотеки, државни и локални обврзници, лизинг активности, приоритетни, обични акции. Од овде, овој пазар може да се подели и на пазар на обврзници, пазар на акции, хипотекарен пазар и слично. Пазарот на капитал е најзначаен сегмент на финансискиот пазар во смисла на ефикасна алокација на капиталот на ниво на економијата во целина.

3.3. Останати форми на финансиски пазари

Погоре споменавме дека финансиските пазари можат да се делат според останати критериуми. Така:

- зависно од видот на инструментите се делат на: пазар на обврзници, пазар на акции, хипотекарен пазар, пазар на форварди и фјучерси, пазар на опции и свопови, инвестициски пазари, пазар на готовински текови, девизен пазар итн.;
- потесна поделба според видот на инструментот е поделбата на: пазар на долгот и сопственички пазар;

- зависно од организираноста на пазарот се делат на: организирани и неорганизирани (официјални и неофицијални);
- зависно од дозволата за работа се делат на: регуларни и сиви и црни пазари;
- зависно колку пати се тргува се делат на: примарни и секундарни;
- зависно од рокот на исполнување на договорот пазарите се делат на: промптни и термински;
- зависно од границите на извршување на работата се делат на: домашни и меѓународни пазари.

Независно како се поделени финансиските пазари, важно е да се знае дека иднината на овие пазари кои сè повеќе, пазарно се ориентираат, се насочува кон учеството на инвестициските фондови и користењето на инструментите од пазарот на капитал, посебно на акциите. Следува приказ на вредноста на обемот на промет токму на акциите во 2007 година, што служи како показател на големината на овој пазар, а со тоа и на неговата важност во светски рамки.

Табела 1.5. Вредности на обемот на промет на акции по земји (региони) – 2007 година

Пазар	2007 година			
	вкупно	домашен	странски	инвестициски фондови
Америка				
American SE	670,191.0	NA	NA	NA
Bermuda SE	170.5	165.8	4.7	0.0
Buenos Aires SE	7,382.5	4,895.5	2,485.7	1.3
Colombia SE	16,775.5	16,775.5	0.0	0.0
Lima SE	11,266.5	9,655.8	1,582.1	28.5
Mexican Exchange	144,751.5	129,508.0	14,437.3	806.2
Nasdaq	15,320,133.3	12,213,836.9	1,551,855.9	1,554,440.5
NYSE Group	29,909,993.0	27,293,072.8	2,520,737.7	96,182.5
Santiago SE	49,626.5	47,985.8	10.8	1,629.9
Sao Paulo SE	597,995.3	595,426.8	2,497.4	71.1

TSX Group	1,634,869.6	1,616,270.8	18,598.9	0.0
Вкупно за регионот	48,363,155.3			
Азија – Пацифик				
Australian SE	1,371,744.9	1,314,750.6	56,994.3	0.0
Bombay SE	343,775.8	343,775.8	0.0	0.0
Bursa Malaysia	169,722.8	166,530.2	2,542.0	650.6
Colombo SE	949.8	949.8	0.0	0.0
Hong Kong Exchanges	2,136,910.2	2,129,790.1	3,852.9	3,267.2
Indonesia SE	114,631.1	114,631.1	0.0	0.0
Jasdaq	95,615.8	95,615.8	0.0	0.0
Korea Exchange	2,005,993.8	2,005,341.7	299.0	353.0
National Stock Exchange India	751,398.3	751,333.0	0.0	65.3
New Zealand Exchange	24,161.0	21,653.8	2,298.0	209.2
Osaka SE	257,782.4	257,640.2	14.9	127.3
Philippine SE	29,172.0	29,156.8	15.1	0.0
Shanghai SE	4,069,485.1	4,028,590.3	0.0	40,894.8
Shenzhen SE	2,103,017.7	2,046,013.8	0.0	57,003.9
Singapore Exchange	381,288.7	NA	NA	NA
Taiwan SE Corp.	1,010,064.7	1,007,237.4	2,802.1	25.2
Thailand SE	117,912.0	117,893.2	0.0	18.8
Tokyo SE Group	6,476,147.9	6,409,945.8	2,755.0	63,447.1
Вкупно за регионот	21,459,774.0			
Европа – Африка – Среден Исток				
Amman SE	17,427.1	17,427.1	0.0	0.0
Athens Exchange	168,665.2	153,839.6	14,478.6	347.0
BME Spanish Exchanges	2,969,519.1	2,956,580.6	12,938.5	0.0

Borsa Italiana	2,312,534.3	2,222,680.1	88,513.9	1,340.3
Budapest SE	47,689.4	47,570.5	16.0	102.9
Cairo & Alexandria SEs	60,196.4	60,195.4	0.0	1.0
Cyprus SE	5,109.9	5,109.9	0.0	0.0
Deutsche Borse	4,324,928.4	3,980,758.2	344,170.2	0.0
Euronext	5,639,760.7	5,612,624.7	27,136.0	NA
Irish SE	136,936.2	136,796.5	139.6	0.0
Istanbul SE	294,295.0	994,995.0	0.0	0.0
JSE	423,731.8	314,449.6	108,935.3	346.9
Ljubljana SE	4,495.6	4,252.2	0.0	243.4
London SE	10,333,685.9	6,056,519.8	4,277,166.1	0.0
Luxembourg SE	278.7	229.6	12.2	36.9
Malta SE	89.0	89.0	0.0	0.0
Mauritius SE	413.5	374.8	0.1	38.7
OMX Nordic Exchange	1,864,668.1	1,734,356.3	83,851.3	46,460.5
Oslo Bors	548,106.9	475,418.2	72,688.8	0.0
Swiss Exchange	1,886,309.6	1,716,728.7	166,533.2	3,047.7
Tehran SE	8,242.7	8,189.0	0.0	53.7
Tel Aviv SE	100,960.4	100,960.4	0.0	0.0
Warsaw SE	88,096.8	84,668.3	3,293.9	134.6
Wiener Borse	130,065.3	121,500.0	8,473.9	91.3
Вкупно за регионот	31,366,205.2			
Светска сума	101,189,135.2			

* (Главни и паралелни пазари) вкупно, вклучувајќи ги инвестиционите фондови во милиони американски долари (по среден месечен курс) во 2007 година

* SE (stock exchange) - берза

* NA – нема податок

Извор: Dr Dejan Šoškić, Dr Boško Živković, „Finansiska tržišta i institucije”, treće izmenjeno i dopunjeno izdanje, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009 god.

Табелава е со податоци од 2007 година, значи пред финансиската криза, но сепак е доволен показател за движењата на пазарот и трендовите на истиот. Приказот е од овој вид на финансиски пазар поради неговиот удел во светски рамки и нормално импликациите што ги има врз светските трансакции и текови на финансиските инструменти.

Со последнава табела се дава приближна слика за тоа колкави средства се вртат на финансиските пазари. Ова поглавје служи како показател за плејадата институции и инструменти чијашто кохезија и интеракција создава функционирање на финансиските пазари. Финансиските пазари не само што се големи, туку се распространети глобално. Нивното функционирање поради ова засега повеќе економии, односно влијае на светската економија.

Финансиските институции се формираат како медиум кој функционира според одредени законски рамки преку кои се исполнуваат карактеристиките на инструментите. Инструментите сè повеќе се зголемуваат и се појавуваат комплетно нови или алтернативи на веќе постоечките инструменти како резултат на целокупниот развој на општеството. Целиот овој комплекс се реализира на пазарите. Резултатот влијае на економијата во целина.

Важно е детално да се познава финансискиот систем, поради тоа што на таков начин се влијае на заработките, а се влијае и на целокупната економија.

2 дел

СОВРЕМЕНО ОПКРУЖУВАЊЕ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР

2 ДЕЛ – СОВРЕМЕНОТО ОПКРУЖУВАЊЕ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР

Првиот дел на овој труд се однесуваше на согледување на структурата на финансиските системи и компонентите од кои е составена. Меѓутоа, како и секој друг систем, така и овој не постои сам со себе. Финансискиот систем е во интеракција со своето опкружување. Таа интеракција придонесува меѓусебно влијание на компонентите и надвор од системот, но и импликација на надворешните влијанија, внатре во системот.

Од мноштвото фактори што постојат во опкружувањето на финансиските системи за овој труд и оваа анализа се значајни глобализацијата и техничко-технолошкиот развој.

Овие два процеса со својата појава и развој придонесоа за големи и значајни промени во финансискиот систем преку создавањето на финансиските иновации и нивно имплементирање во рамките на функционирањето, воопшто, на економските системи.

1. Глобализација

Ако појдеме од објаснување на тоа што значи глобализацијата, лесно може да заклучиме дека станува збор за едно интегрирање на системи. Глобализацијата е постоечки процес со кој регионалните економии, па и општествата т.е. културите се поврзуваат преку размена, тргување, преку постоечките телекомуникациски мрежи. Овој процес се случува, значи настанал и продолжува да се реализира. Нејзиното настанување датира некаде во 15 и 16 век. За глобализацијата, за која овде станува збор, може да се потенцира периодот по индустриската револуција.

Конкретно, во економски рамки некои автори глобализацијата ја гледаат како интеграција на националните економии во интернационална економија преку тргување, странски директни инвестиции, капитални текови, миграции и ширење на технологии.

Прашање на интерес е колку и како глобализацијата делува на финансиските пазари и институции. Заради тоа, дефинирањето на поимот институции и пазари е од посебен аспект важно, затоа што нивната работа се реализира во глобализирано општество.

Авторот Фредерик Мишкин (Frederic Mishkin) го цитира нобеловецот Даглас Норт (Douglass North) при дефинирањето на поимот институции како „правило на игра во општество, или поформално, ограничувања смислени од човекот кои ја обликуваат човечката интервенција“²³, со цел да го оправда постоењето на глобализацијата како процес кој ќе придонесе за замен развој на финансиските институции и економски раст, посебно од аспект на тоа дека финансискиот развој е движечка значајна сила во водењето на економиите.

Значи, улогата на глобализацијата во промовирањето на финансискиот развој е значајна и заемна. Толку колку што влијаат финансиските институции на текот на формирањето на глобализираните правила и норми, толку и глобализацијата влијае на формирањето на различни облици на финансиски институции. Придонесот од глобализацијата се однесува на постоењето на стриктни и институционални форми и правила кои го дефинираат и уредуваат однесувањето во економските системи. Меѓутоа, Мишкин набројува неколку значајни фактори чиешто имплементирање и функционирање придонесува за функционирање на системот како што вистински треба, а со тоа и глобализацијата може да се примени и да придонесува за развој на финансискиот сектор. Тие фактори се²⁴:

- сопственички права,
- правен систем,
- совладување на корупцијата,
- квалитетност на финансиските информации,
- корпоративно управување,
- јасност, мудра регулација и супервизија на банкарските системи.

Од друга страна, со примена на здрав и напреден финансиски систем и негово глобализирање може да се создадат услови за светски економски развој. Богатството не

²³ Frederic S. Mishkin, “Globalization and financial development”, Journal of Development Economics, UK, 2009

²⁴ Frederic S. Mishkin, “Globalization and financial development”, Journal of Development Economics, UK, 2009

е нешто што треба да се чува затворено во рамки на една граница. Отворањето на финансиските пазари и пазарите за тргување со добра и услуги кон другите националности, па дури и отворањето на идеите, може многу да придонесат за земјите во развој да ги реализираат вистински и правилно реформите, а со тоа и тие земји да достигнат продуктивност и богатство од кои бенефит ќе имаат нивните граѓани. Од тој аспект помошта на глобализацијата се реализира во насока од развиени кон неразвиени земји, меѓутоа со претходно отворање на финансиските пазари, отворање на стоковата размена, решавање на проблемите со извозните рестрикции и сл.

Глобализацијата придонесува за економски развој, затоа што ги насочува поединците, претпријатијата да се насочат кон она во што се најдобри да постигнат продуктивност, а притоа да се избораат со ценовната конкуренција и воопшто со зголемената конкуренција, а искуството и податоците покажуваат дека трговската размена има позитивен ефект врз економскиот развој и за извозните и за увозните земји. Посебно значаен е придонесот на глобализацијата за земјите во развој кои за да се избораат на светските развиени пазари ќе мораат да одговорат и со соработка со сопствените влади, кои треба да вложуваат во развој на инфраструктурата, производствените капацитети и слично.

Процесот на глобализација значајно, постепено и сигурно го менува финансискиот систем. Бришењето на границите за финансиските пазари е простор за создавање нови инструменти, методи и модели на работа. Меѓутоа, глобализацијата за да не предизвика контраефекти, како што потенцираат од ММФ мора да се следат следните четири принципи со кои ќе се зацврсти процесот на глобализација²⁵:

1. сите земји треба да имаат доверба дека нивниот глас ќе биде слушнат;
2. мора да постои доверба дека секоја земја ќе биде доследна на своите одговорности;
3. интернационалното донесување одлуки треба да се поставува во склоп на почит на националните и локалните одговорности, религии, култури и традиции;
4. глобалната економија треба да следи глобални етички и други видови на следење на човековите права.

²⁵ Fariborz Moshirian, "Globalization and financial market integration", Journal of MULTINATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT, 2003

По сите овие принципи, прашањето е дали сегашните интернационални институции се способни да застанат зад овие принципи или 21 век бара создавање на нови интернационални институции и нов пристап на работа со кои ќе се исполнат горенаведените принципи, а светот ќе ги користи интегрираните и независни користи на глобалната економија?

Ако понатаму се насочиме кон согледување на тоа што глобализацијата извршила врз финансиските пазари ќе заклучиме дека владите, глобализацијата ја прифаќаат не само како неизбежна, туку и како пожелна. Обично, земјите во развој најмногу од користите и трансформациите ги имаат насочено кон улогата на пазарот на обврзници (посебно при вложувањата од домашните нефинансиски компании) и ефикасноста на секундарните финансиски пазари во глобалниот пренос на информации и цени²⁶.

За согледување на тоа зошто на глобализацијата, и теоријата и искуството, ѝ обрнуваат толку големо внимание посебно во светот на финансиите, потребно е да се согледаат импликациите на глобализацијата врз финансискиот систем. За да се одговори на тоа прашање е најдобро да се согледа колку денес финансиските пазари се интегрирани и зошто таа интеграција стана толку значајна. Квантитативните показатели за зголеменото учество на странски удел и импликации на меѓународното тргување во различни финансиски институции како пензиските фондови, заедничките фондови, берзите и на крај какви се прогнозите за интернационални тргувања и финансиски трансакции за одреден период се прикажани во следниве табели.

Табела 2.1. Алокација на средствата во европските пензиски фондови до 2010 година

	Дом. капитал	Домашни акции	Странски капитал	Странски акции	Недвижен имот	Готовина; останато
Австрија	8%	55%	20%	17%	0%	0%
Белгија	9%	15%	46%	23%	3%	4%
Данска	16%	58%	13%	2%	9%	2%
Финска	15%	57%	4%	9%	7%	8%
Франција	10%	65%	2%	3%	2%	18%

²⁶ Lars Oxelheim, "Financial Markets in Transition – Globalization, Investment and Economic Growth", UK, Routledge, 1996

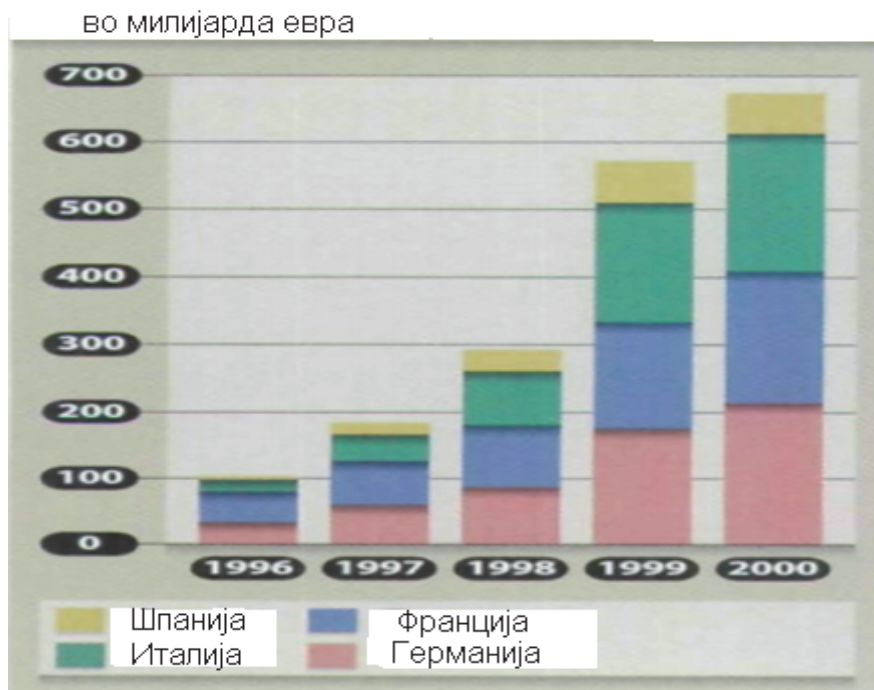
Германија	10%	43%	5%	2%	7%	33%
Ирска	25%	12%	44%	10%	5%	4%
Италија	16%	35%	0%	0%	48%	1%
Холандија	19%	38%	20%	15%	5%	2%
Норвешка	13%	50%	11%	16%	6%	4%
Португалија	15%	55%	14%	3%	2%	11%
Шпанија	13%	53%	12%	9%	1%	13%
Шведска	24%	44%	14%	8%	5%	5%
Швајцарија	18%	26%	9%	13%	25%	9%
В. Британија	55%	9%	18%	8%	3%	8%

Извор: William M Mercer, European Pension Fund Managers Guide 19

Табелава покажува дека процентуалната застапеност (конкретно на европските пензиски фондови) на странските средства не е мала. Ова се проценти кои не може да се запостават и кои можат да влијаат на работата на институцијата. Конкретно, Белгија е пример на земја во која од вкупните средства на пензиските фондови 46% претставуваат странски капитал, а 23% се акции кои ги имаат фондовите во странство. Во споредба со Белгија, Италија е пример на земја во која нема присуство на странски средства кај пензиските фондови. За сметка на ова, состојбата не може да се дефинира како сјајна во оваа земја поради тоа што токму овде учеството на недвижниот имот (форма на заробен капитал) бележи 48%.

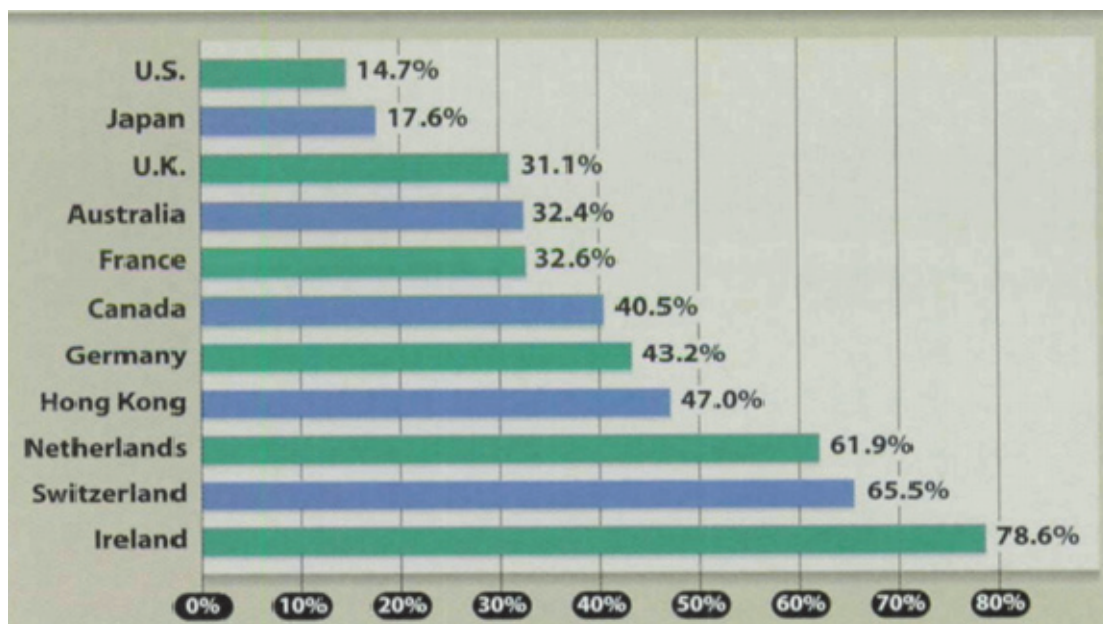
Покрај двете земји кои претставуваат екстреми на анализата, просекот 15,4% за странски капитал и 9,2% за поседување странски акции покажува тенденција на не толку мало присуство на странски средства кои ги имаат, во овој случај, фондовите, а се овозможени како резултат на глобализирањето на финансискиот пазар.

Графикон 2.1. *Нејто приливи во евројскиите заеднички фондови (период 1996-2000 година)*



Извор: Credit Agricole Indosuez Cheuvreux

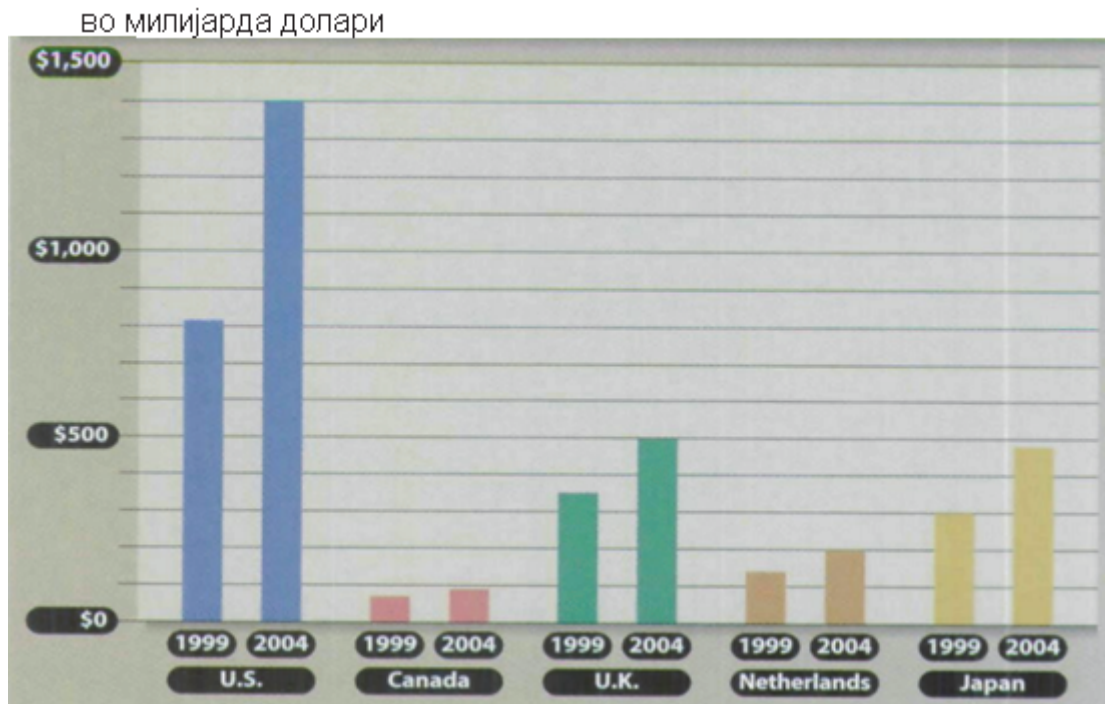
Графикон 2.2. *Концентрација на пазарот на берзите: топ 5 индексот на промет на акциите*



(Декември, 1999 година)

Извор: Intersec

Графикон 2.3. Анџициран расџ на инџтернационалните инвесиџии (период 1999-2004 година)



Извор: Intersec

Дека учеството на интеграџијата е големо покажуваат податоците понудени погоре. Секоја од табелите потврдува дека интересот кон интеграџија на финансиските пазари реално зазема големи размери и дека интересот кон глобализирање на финансискиот пазар е многу голем. Авторите²⁷ даваат одговор на тоа зошто ситуацијата е таква како што е приложено во табелите преку објаснување на механизмот на поврзување, загарантиран пристап до капитал, дерегулација/приватизација, зголемена побарувачката, нови технологии, пораст на супранационалните финансиски организации, реформата на пензиските фондови. Забележително е дека од сите овие донекаде логични аспекти на потенцирање на постоење и имплементирање на глобализацијата, делот на дерегулација/приватизација е оној кој дава нелогичност на сликата. Овој дел е оној којшто покажа дека со глобализацијата треба да се работи внимателно, посебно по кризата од 2007 година, затоа што интегрираните финансиски пазари ги копираат ефектите многу лесно и брзо. Ако се земе предвид дека генерално податоците во горенаведените табели се до 2004 година, следен домен на интерес е како глобализацијата ќе влијае по 2007 година. Кон

²⁷ Rolf Banz and Sarah Clough, "Globalization Reshaping World's Financial Markets", Financial Planning Association, USA

крајот на 80-тите години на минатиот век приватизацијата беше основа на глобалната економска база, а тоа се сметаше за највлијателен развој на економијата до тогаш. Во периодот на 1990 година и 1999 година, 850 милијарди долари од државните средства биле префрлени кон приватниот сектор, според OECD (Organization for Economic Cooperation and Development). Во земјите во развој, посебно во Јужна Америка, се проценило дека од приватизацијата се генерирани 100 милијарди долари приход. Истото се случувало и во источноевропските земји каде што се зголемува процентот на приватизација на државните институции и претпријатија (пример, во Унгарија тој процент од 85 се сведел на 15 проценти). По овој период на т.н. „де-социјализам“, процентот на приватизирање во земјите во развој се намалува односно стагнира. Меѓутоа, сегашноста дава една поинаква слика. Слика која потенцира дека мора внимателно да се имплементира глобализацијата и дека нејзината употреба знае да биде фатална не само за финансиските системи, туку и за економските системи во глобални (светски) рамки.

До сега анализата ги опфати причините за постоење на глобализацијата и како таа се манифестирала низ времето, што треба да исполнат државите за да ја користат и како таа се имплементира во сите сектори на живеење, вклучително и финансискиот.

Прашање за понатаму е конкретната финансиска глобализација и нејзините аргументи за или против, кои јас би ги навела како селектирање на прав пат за користење на глобализацијата. Сите овие прашања се наметнати по 2007 година, по финансискиот колапс кој токму благодарение на глобализацијата се прошири во светски рамки, а и навлезе подлабоко во повеќе сектори – станувајќи економска криза.

Сублимирано - посебно два аспекта покажуваат дека глобализацијата одигра значајна улога кај кризата од 2007 година²⁸:

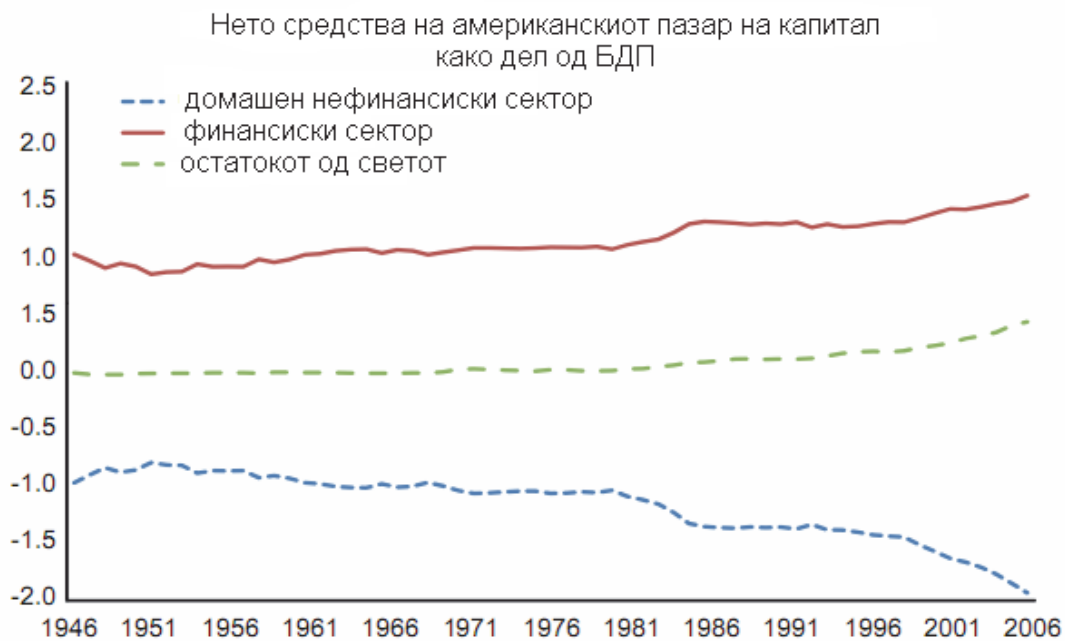
- повеќе од половината од порастот на нето позајмувањата на американскиот нефинансиски сектор од средината на 80-тите години на минатиот век па наваму е финансиран од странско кредитирање;
- колапсот на американските хипотекарни пазари имаше глобални ефекти на финансиските и стоковите пазари.

На ова може да се надоврзат прашањата од типот на тоа:

²⁸ Enrique G. Mendoza, Vincenzo Quadrini, “Financial globalization, financial crises and contagion”, Elsevier Ltd., UK, 2009, p.1

- кога финансиската глобализација придонесува за покачување на и така високите ливериџи во некои развиени земји (особено во Америка, како водечки финансиски центар) и
- кога кредитните шокови се рефлектираат и во банкарските биланси, како и кога тие можат и се рефлектираат по останатите земји.

Графикон 2.4. Нето кредитирање пред и по финансиската интеграција



Позајмување и кредитирање на странскиот пазар на капитал (фракција од БДП)



Стапка на нето американски средства поседувани од остатокот од светот
нето американски средства на домашниот нефинансиски сектор



Извор: Enrique G. Mendoza, Vincenzo Quadrini, “Financial globalization, financial crises and contagion”, Elsevier Ltd., UK, 2010

Првиот графикон покажува дека нето односот меѓу задолженоста-добивката во американскиот нефинансиски сектор помеѓу 1982 година и 2008 година се дуплирал (нето средствата на кредитниот пазар како стапка од БДП во овој сектор паѓаат од -1 на скоро -2). Бранувањето (осцилациите) во нето задолженоста на овие магнитуди, кои влијаат на сите три нефинансиски сектори (население, нефинансиски бизнис и владата) е незабележано од 1946 година.

Почнувајќи од средината на 80-тите на минатиот век, интеграцијата на светските пазари на капитал (што резултираше во пренесување на капиталовата контрола и на создавање иновации на финансискиот пазар) предизвика значајни промени во бруто и нето учеството на странски капитал во глобални рамки. Во САД значајно пораснале и бруто и нето странските позајмувања. Што се однесува пак на нето странските кредитирања, пола од порастот во нето односот задолженост-добивка на нефинансиските сектори споменати погоре бил финансиран од зголемувањето на нето кредитните средства во сопственост на останатите земји во светот. Ова е исто феномен кој не е забележан по светските војни. Пред средината на 80-тите години на минатиот век, САД добро се приспособувале на дефиницијата на финансиска автаркија: нето задолженоста на домашниот нефинансиски сектор била скоро идентична со нето кредитните средства на финансискиот сектор, со нула нето кредитни позиции во остатокот од светот.

Во продолжение, вториот графикон ги покажува бруто состојбите, при што се покажува дека странските кредитни побарувања на американскиот нефинансиски сектор растат значително и брзо од 1985 година, додека американските позајмувања на странски лица (на нерезиденти) доживува релативно умерен пораст. Како резултат, нето кредитните средства поседувани од остатокот од светот виз-а-ви САД пораснале за 50 процентни поени од американскиот БДП од 1982 година.

Ваквите трендови се уште поизразени за нето вкупните финансиски средства и за нето благајничките записи. Графиконот ги покажува нето позициите на средствата на САД виз-а-ви остатокот од светот, како однос на соодветните нето капиталните позиции поседувани од домашниот нефинансиски сектор за три категории на капитал: средства на пазарот на капитал, вкупните финансиски средства и американските благајнички записи. Пред средината на 80-тите години на минатиот век стапките на средствата на пазарот на капитал и финансиските средства заземаат позиции околу нулата, покажувајќи повторно на фактот дека пред финансиската глобализација САД ефективно била финансиска автаркија. До крајот на 2008 година, нето кредитните

средства поседувани од остатокот на светот достигнуваат до една петина од американските нето кредитни обврски на нефинансискиот сектор, а за вкупните финансиски средства соодносот е уште поголем и изнесува околу една третина. За благајничките записи, остатокот од светот ги зголемил во позитивна нето позиција со колапсот на Бретон Вудскиот систем во почетокот на 70-тите години на минатиот век, но и тој пораст е цуцест во компарација со бранувањата и осцилациите во средината на 80-тите години. До 2008 година, остатокот од светот беше нето-сопственик на скоро секој еден од два благајнички записи што се чувани надвор од американскиот финансиски сектор.

Фактот што многу од фракциите на кредитна експанзија искусени во економијата на САД беа финансирани со позајмувања од странство отвора нови прашања²⁹:

- Дали струењата во задолженоста на САД се резултат на глобализацијата?
- Ако глобализацијата води кон повисоко ниво на ливериџ во САД, дали тоа ниво на ливериџ ја прави кризата од 2007 година полоша за цените на капиталот?
- Дали глобализацијата ги зајакна одлевањата на ефектите од кризата врз останатите земји?

За да одговорат на овие прашања, економистите разработуваат и математички модели со кои може да се рационализира и експанзијата на домашните кредитирања во САД и порастот на обврските, наспроти остатокот од светот, следејќи ја финансиската интеграција. Еден таков модел е моделот на Мендоза. Значајно кај ваквиот модел е што тој разликува три вида на економски агенти во секоја земја, а тоа се: штедачи (заработувачи на приходи), производители (сопственици на капитал) и финансиски посредници. Според моделот на Мендоза (Mendoza), штедачите и производителите се спојуваат како еден економски агент, додека финансиските интермедиери не се баш експлицитно моделирани. Интеремедијарниот сектор ја игра централната улога во анализата на некои други модели и истражувања. Моделот на Мендоза се задржува на урамнотежените земји и на транзициите, како и трансформациите од урамнотежени

²⁹ Enrique G. Mendoza, Vincenzo Quadrini, "Financial globalization, financial crises and contagion", Elsevier Ltd., UK, 2010, p. 3

земји со финансиска автаркија кон оние со потполна финансиска интеграција. Штедачите обично добиваат осигурен приход, кој е под влијание на карактеристичен (idiosyncratic) шок. Тие можат да тргуваат со државни случајни побарувања преку финансиски посредници, но има ограничувања на сетот на остварливите побарувања. Овие ограничувања произлегуваат од услови на поттикнувачка согласност наметнати од лимитираната можност за засилување на финансиските договори, кој пак се разликуваат помеѓу земјите. Земјите со поголема поттикнувачка моќ дозволуваат подобро осигурување од тие карактеристични ризици и помала склоност кон штедење. Како резултат на ова тие земји имаат тенденција да акумулираат негативна позиција на нето странски средства.

Според истиот овој модел, производителите не се соочуваат со ваквиот ризик и тие обично тргуваат со финансиски посредници, а се соочуваат со лимитирана можност за договарање, која зазема форма на колатералено ограничување. Финансиските посредници ги зголемуваат фондовите од штедачите со државни обезбедените депозити и даваат заеми на производителите. Посредниците поседуваат фиксна сума на физички капитал и се соочуваат со капитални побарувања кои влијаат на нивната способност да посредуваат меѓу штедачите и производителите. Капиталните побарувања се поврзани со капиталот на посредниците вреднуван според пазарните цени. Овде овој модел се поврзува, односно е сличен со моделот на Ван Ден Хувел (Van-den Heuvel).

Овој модел специфично разработува и правила на „mark-to-market“ за финансиските посредници, кои значано учествуваа и во последната криза од 2007 година.

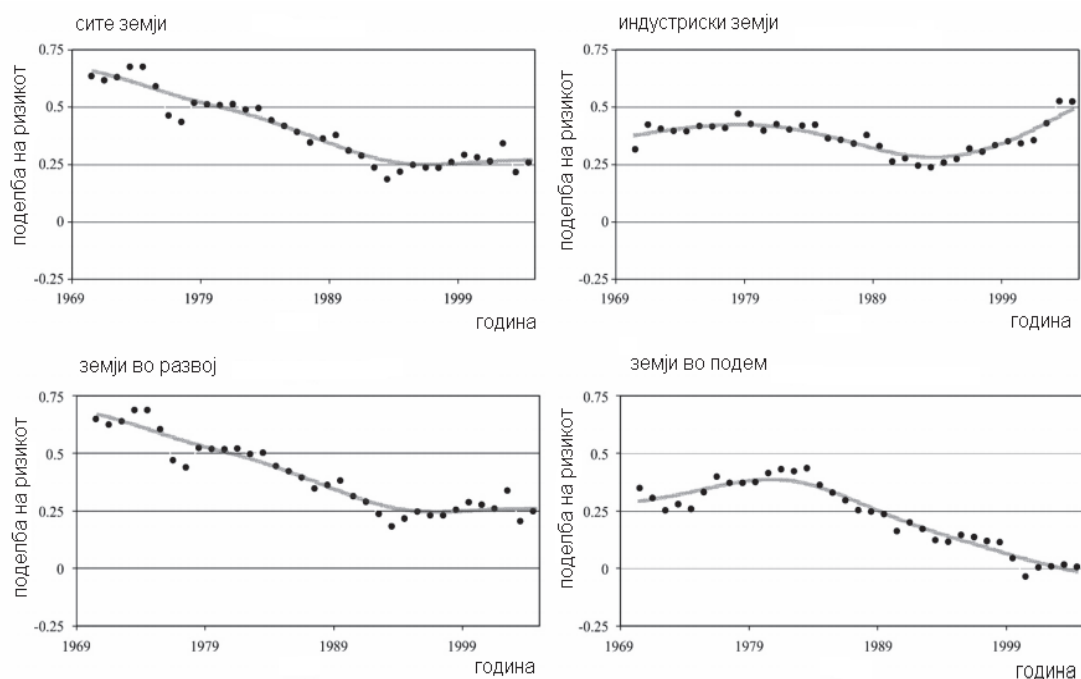
Според овој модел, се докажува дека САД доживеаа значајно и големо зголемување на ливериџот во текот на последните две декади, претежно финансиран од странски позајмувања. Моделот предвидува дека релативно мали шокови кои можат да му се случат на капиталот на земјата од каде што потекнува финансискиот посредник може да предизвикаат големи последици во еквилибриумот на цените во светски рамки. Моделот сугерира дека „mark-to market“ принципите треба да бидат заменети со пофлексибилни правила или пак во крајна линија да бидат прекинувани на моменти (дисконтинуирани) за време на финансиски турбуленции. Секако, предвид треба да се зема и проблемот на морален хазард кој се јавува на страната од банкарските менаџери.

По дадената анализа на целокупната ситуација со глобализацијата и нејзиното влијание врз финансиските пазари пред 80-тите години и потоа, како и пред 2007 година и потоа, се наметнува размислување за прашањето зошто се создаде глобализацијата. Како се разви и кој ѝ дозволи да се развие во толкава мера. Се разви со потребата на човекот да го освои цел свет, со потребата на производствениот циклус да се реализира во максимални граници, со потребата да се одговори на можностите што ги нуди енормно брзиот развој на техниката и технологијата. Дозвола глобализацијата да се развие во толкава мера повторно даде човекот, преку општествените институции, правила, норми и легислатива. Сепак, глобализацијата требаше да одговори и овозможи поефикасна интернационална поделба на ризикот. Дали глобализацијата тоа го овозможи? Не е дека човекот овој факт го занемарил или пак го заборавил, прашање е како во текот на времето и економските настани, институциите ја водеа глобализацијата, како ја насочуваа – дали ја осовременуваа или ја уназадија со својата желба за максимизирање на профитот, а притоа ставајќи ја во сенка економската аксиома дека поголем профит е проследен со зголемен ризик.

Искуството покажува дека само индустриските земји имаат постигнато подобра поделба на ризикот во последниот период од глобализацијата. Земјите во развој во голема мера се исклучени од овој бенефит. Дури и земјите кои рапидно се развиваат (а припаѓаат на источноазискиот блок) и кои ја редуцираа капиталната контрола и спроведоа големо зголемување на меѓународните капитални текови, осетија само мала промена на нивната способност на поделба на ризикот. Зошто е тоа така, релативно може да се одговори со претпоставката дека составот, структурата на тековите може да помогне во ова објаснување. Портфолиото на долгот, кој имал доминантно учество на екстерното задолжување на повеќето земји кои нагло се развија и имаат огромен економски потенцијал, не води кон поделба на ризикот. Значи структурата на инструментите во ова портфолио не е заштитена од ризик, туку напротив со глобализацијата е поврзана со него³⁰.

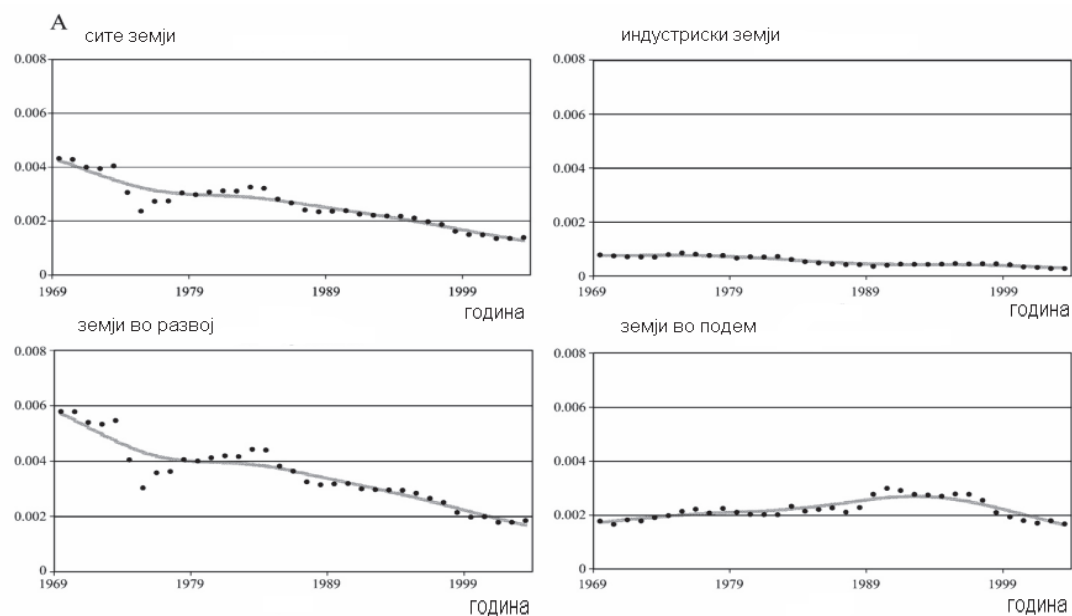
³⁰ Во светски рамки, во стручната економска терминологија земјите се поделени на индустриски земји (industrial countries) во кои влегуваат Австралија, Австрија, Белгија, Канада, Данска, Финска, Франција, Германија, Грција, Ирска, Италија, Јапонија, Холандија, Нов Зеланд, Норвешка, Португалија, Шпанија, Шведска, Швајцарија, Велика Британија и САД; земји во развој (developing countries) кои пак, се делат на две подгрупи: земји во подем (emerging market economies) и останати земји во развој (other developing countries). Во земјите во подем се сметаат: Хонг Конг, Панама и Сингапур (како земји кои како финансиски столбови де факто не се вклучени во финансиската интеграција), Аргентина, Бразил, Чиле, Кина, Колумбија, Египет, Индија, Индонезија, Израел, Јордан, Кореја, Малезија, Мексико, Мароко, Пакистан, Перу, Филипините, Јужна Африка, Тајланд, Турција и Венецуела. Во останатите земји во

Графикон 2.5. Панел регресија на поделба на ризикуи



Извор: Ayhan Kose M., Eswar S. Prasad, Marco E. Terrones, “Does financial globalization promote risk sharing?”, Elsevier Ltd., UK, 2009

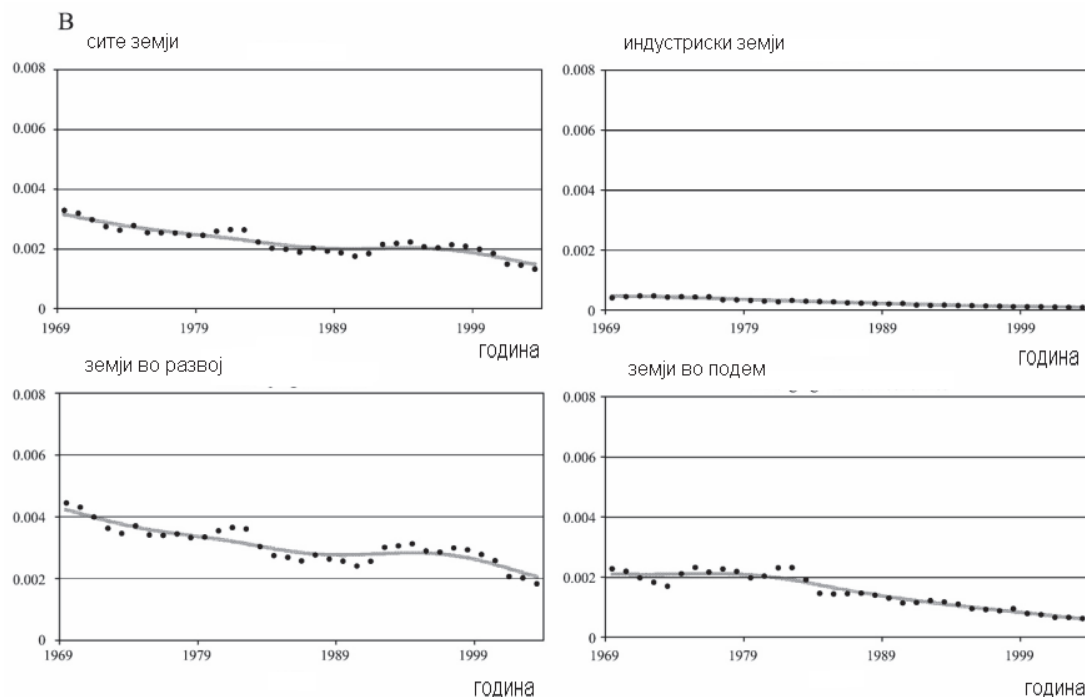
Графикон 2.6. Варијанса на порастуиот на аутијуиот



Извор: Ayhan Kose M., Eswar S. Prasad, Marco E. Terrones, “Does financial globalization promote risk sharing?”, Elsevier Ltd., UK, 2009

развој влегуваат останатите земји, како Алжир, Боливија, Камерун, Еквадор, Доминиканска Република, Иран, Парагвај и др.

Графикон 2.7. Варијанса на остйайокоит



Извор: Kose M., Eswar S. Prasad, Marco E. Terrones, “Does financial globalization promote risk sharing?”, Elsevier Ltd., UK, 2009

Дадениве анализи на регресијата на поделбата на ризикот и варијансата на растот на аутпутот и варијансата на резидуалот кај различните видови на земји го потврдуваат трендот на успешност на глобализацијата за индустриските земји, меѓутоа и овде се забелжува пресвртот кој се јавува некаде кон крајот на 80-тите години на минатиот век.

Земјите во подем најверојатно се соочуваат со проблем во изборот на „прав - вистински“ тип на текови³¹. За ваквата ситуација има и друго теоретско застапување од Хеткод, Пери, Обсфелд, Рогоф и Луис (Heathcote and Perri; Obstfeld and Rogoff; Lewis). Тие за ниското ниво на можност за поделба на ризикот ја вклучуваат важноста на добрата со кои не се тргува (non – traded goods) и распространетоста на големите шокови, недостигот на финансиски инструменти за ефикасна поделба на макроекономскиот ризик и големите трансакциски трошоци поврзани со меѓународното тргување на добрата и услугите.

³¹ Ayhan Kose M., Eswar S. Prasad, Marco E. Terrones, “Does financial globalization promote risk sharing?”, Elsevier Ltd., UK, 2009, p.11

Заклучокот би бил дека индустриските земји делат поголем дел од нивниот идиосинкратичен потрошувачки ризик преку нивната интеграција со глобалниот пазар на капитал, отколку земјите во подем. Дури и индустриските земји можат да му влијаат на овој ризик, за разлика од земјите во подем.

Колку и дали глобализацијата по сите овие анализи се покажува оправдана? Таа се покажува оправдана за финансиските пазари на развиените земји, но што се случува со остатокот на светот? Сето ова наметнува анализа за кршливоста на глобализацијата. Никаде на се споменува дека глобализацијата како процес треба да се напушти, но многу одамна пред кризата од 2007 година се споменува дека големата либерализација на финансиските пазари може да доведе до последици во светски рамки. Затоа е потребно да се состави една рамка на функционирање. Таа рамка треба да ја состават водечките финансиски лидери-земји, кои на здрави основи ќе ги користат бенефициите од глобализацијата, но не само себично и еднострано, туку во рамки на она зошто функционира процесот наречен глобализација. За подобрување на економската положба и на извозниците и на увозниците.

2. Развој на техничко-технолошката индустрија

Во фокусот на градењето на бизнисите, во последните дваесеттина години се случија драматични промени. Поттикнати и од екстра предностите што ги нуди технологијата, слободно може да се очекува дека и наредните десетина години ќе имаат интересен тек и развој, гледано не само од аспект на технолошкиот развој, туку и неговата импликација во економските системи.

По бумот наречен „dot-com“ компаниите се рефокусирани на измени и намалувања на трошоците, само за да останат конкурентски подготвени на пазарите. Во 1999 година, приближно 80% од вкупната вредност на порастот на американскиот корпоративен капитал од 5.2 трилиони американски долари се должел на чудото „dot-com“³². Меѓутоа, ова од друга страна повлече намалување на бројот на лицата кои се наоѓаа на платен список.

Бизнис-секторот сега повеќе од кога било е насочен кон создавање и нудење на флексибилна и услужно ориентирана архитектура. Технологијата се развива до ниво на

³² Sandy Carter, “The New Language of Business: SOA & Web 2.0”, IBM Press, USA, 2007, p. 3

„video face“ препознавање, идентификација преку радиофреквенција (RFID), услужно ориентирана архитектура (SOA) и слични уште понови и понапреднати технологии од она што беше создавањето на електронски картички, плаќања и трансакции. Во светот на технологијата инструментите скоро и целосно да се создадени, веќе се работи на пристапот на нивно усовршување и се работи на пристапот на нивната имплементација и примена за олеснување на животот во некои нови современо вмрежани компоненти. Овој нов фокус на не само создавање нови инструменти и производи, туку и на создавање на нови бизнис модели е веќе основен дел на светот во кој база е одржувањето на растот.

Поради значајноста на одржливоста на растот и развојот, поради сèпоголемата примена на информатичката технологија (ИТ) во економското функционирање на системите, поради огромното влијание на продуктивноста, на конкурентноста, се наметнува потребата од внимателна кохезија на ИТ системите и економските системи. Во светот на поврзувањето на технологиите со економскиот сектор сè повеќе се применува еден нов термин кој најдобро ја објаснува моќта на воведувањето и користењето на електронската револуција во економскиот свет. Тоа е терминот flex-ron-sive, кој доаѓа како комбинација на поимите флексибилност (flexible) и одговорност (responsible). Flex-ron-sive е опис на компанија која брзо, но и агилно одговара на брзите менувања во бизнис потребите со употреба на тој нов современ ИТ јазик.³³

Според новиот режим на функционирање на претпријатијата во развиено ИТ општество тие се поставени пред исполнување на три значајни цели по следниов редослед: *раст, флексибилност, вештини*.

Историјата покажала дека долгорочно повеќето фирми својот развој го одржуваат исто како развојот на економијата и нивниот приход е во корелација со националната инфлациона стапка. Од таа причина, денес менаџерските тимови на кој било економски сектор се соочуваат со достигнување на врвната линија на развој, но притоа одржувајќи ја најниската линија под контрола. Интересен е податокот дека повеќе од 64% од менаџерските тимови сметаат дека одржливост на растот можат да постигнат преку воведување нови производи на пазарот и диференцијација на нивните производи преку нивните услуги во наредните пет години. Повеќе од 60% веруваат дека треба да го подобрат своето работење преку навремено реагирање и разбирање на

³³ Sandy Carter, “The New Language of Business: SOA & Web 2.0”, IBM Press, USA, 2007, p. 4

потрошувачите, а притоа да донесуваат брзи и правилни одлуки. Пример, една банка фокусирана на пораст во диференцирањето на услугите базирани за потрошувачите и потрошувачката лојалност забележува околу 15% пораст на таа спомената линија на развој.

Флексибилноста е друг значаен приоритет во функционирањето на претпријатијата во современото ИТ опкружување. Менаџерите повеќе не целат кон создавање на ефикасни организации, туку на изградба на организации кои не само што одговараат на пазарните промени, туку и предизвикуваат такви промени да се случуваат во нивна корист. Денешните компании сè повеќе применуваат конкурентско агресивни отколку дефанзивни механизми и сè уште сметаат дека недоволно брзо реагираат на барањата и потребите на потрошувачите.

Вештините во современиот свет се гледаат како нешто што треба да се насочува кон техничко-технолошкиот развој и да одговорат со прифаќање на промените. Поголем дел од менаџерите сметаат дека лидерството, капацитетот, знаењето и вештините на нивните вработени се најголема бариера за спроведување на промените при раст на бизнисот. Значи, потребна е флексибилност и при стекнувањата на знаења и вештини, односно потребен е развој и раст на знаењето во примена на нови инструменти, методи и модели на работење.

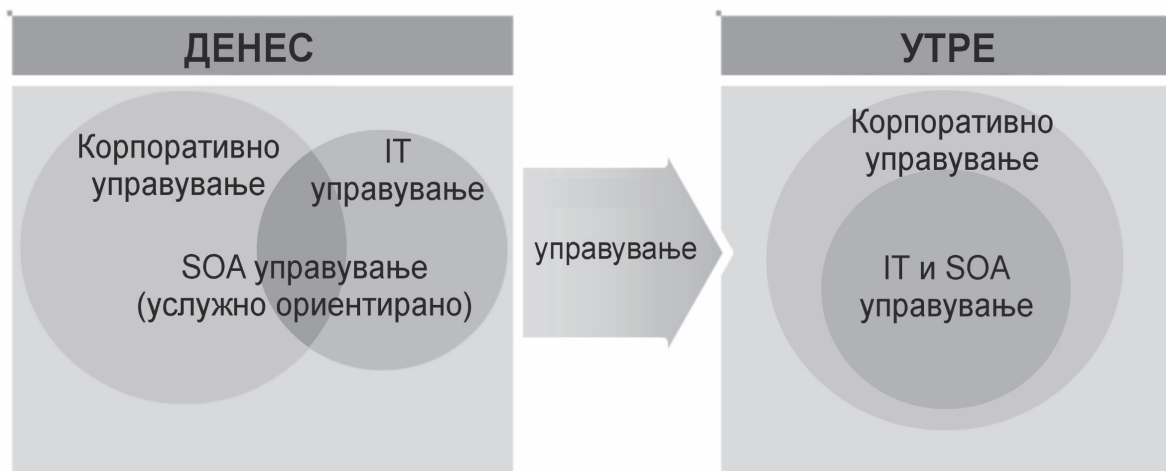
Со примената на flex-pon-sive пристапот се влијае на показателите ROA и ROE со цел нивно подобрување. Овој пристап понуден од ИТ, а спроведуван и извршуван од економските субјекти, се реализира во целина преку SOA и Web 2.0 (што претставува поврзување на луѓето и идеите преку комуникации кои се во реално време и се ефикасни), а бизнисите се под притисок да настапуваат агресивно, со редуцирани трошоци. Балансирањето на овие побарувања бара способност да се реагира преку брзо донесување одлуки, економичност и минимално вознемирување на бизнисот. Како што расте бизнис процесот сè повеќе станува зависен од ИТ системите. Ова е ера на масивно реинвентирање, иновации и експанзии.

Меѓутоа, целта не е само да се совладуваат бенефитите на слободата и на конкуренцијата, потребно е тие да се насочуваат, да се водат и да не се задушуваат. Притоа мора да се мисли и на постоењето на социолошките системи. Значи, потребна е интеракција, услужно ориентирана архитектура, флексибилна ИТ, ама и потребен е систем на планирање со кој нема да се наруши социоекономскиот аспект на живеење.

Претпријатијата се ставени пред прашањата од типот на тоа која од следните политики е најдобра и како да се користат: стратегии околу услугите што се нудат,

како претпријатијата да се снабдат со реупотреба на услугите, која стратегија да се користи за конектирање на сервисите на сите нивоа во компаниите и надвор, и како да се користи услужно ориентираниот пристап, а да се постигне најголема вредност³⁴. Целокупната нивна реализација треба да се врши со внимателен поглед на преминот од денес кон утре, односно кон преминот на традиционални кон потрошувачко насочени иновации.

Графикон 2.8. Корпоративно управување, ИТ и SOA управување



Извор: Foresster Research, Inc.

³⁴Sandy Carter, "The New Language of Business: SOA & Web 2.0", IBM Press, USA, 2007, p. 104

Табела 2.2. Потребите и пристапи на Web 2.0 иновациите водени според потребите на потрошувачот

Развој од основна до најнапредна иновација

	Традиционална иновација	Иновација водена по потрошувачите
Извор на инспирација	Директори-менаџери	Потрошувачите
Клучни водачи	Постоечките средства, производи и позиции	Длабока опсервација на потребите на потрошувачите
Вклученост на потрошувачите	Структурирана	Спонтана
Процес	Линеарна, структурирана	Контролиран хаос
Corporate posture	Оди кон потрошувачот	Го поканува потрошувачот внатре
Потребни средства	Експлицитни	Експлицитни и латентни
Алатки	Survey, фокус групи, storyboards	И-мејл, блогови, смарт POS и интранет

Извор: Foresster Research, Inc.

Табелите покажуваат алтернативни пристапи на тоа како работите и системите се поставени денес и како треба да се спроведува новиот иновативен процес, насочен кон потрошувачот.

Денес корпоративното управување има заеднички точки, преку SOA управувањето, со ИТ управувањето. Ова управување во иднина треба да се сплоти во едни рамки. Во рамките на корпоративното управување како потсистеми треба да влезат ИТ управувањето и како негов потсистем SOA управувањето. На таков начин ќе се овозможи и спроведување на техничко-технолошката револуција во економски рамки, односно преку потрошувачите, нивната длабока анализа и согледувањето на нивните потреби, преку спонтан и ненаметлив пристап, експлицитност и латентност, како и директен контакт со нив, претпријатијата ќе успеат да ги оставарат своите цели за реализирање на пазарот.

Овој дел имаше за цел да согледа што се случува вон рамките на финансискиот систем. Финансискиот систем е под влијание на своето опкружување. Конкретно на влијанието за создавање на иновиран финансиски систем огромен удел имаат извршено глобализацијата и развојот на техничко-технолошката индустрија. Тој современ финансиски систем денес изобилува со инструменти и институции, но и со нови пристапи и методи на работа.

Глобализацијата како процес се создала како резултат на развојот на општественото уредување, но по нејзината појава и таа влијае на создавање на финансискиот систем во целина.

Техничко-технолошкиот развој придонесе за создавање на иновации кои го користат времето, просторот, далечината, брзината и сè останато што се надминува со помош на компјутерите и интернетот.

Глобализацијата, техничко-технолошкиот развој и финансиските системи се целини кои меѓусебно се испреpletени, се надополнуваат, обврзуваат и развиваат. Во тој интерактивен процес, човекот односно економистите треба да имаат внимателен пристап од тоа да не бидат понесени, туку да се обврзат на норми и правила со кои ќе се регулира целокупниот развој и неговата примена. Посебно од аспектот што глобализацијата со себе носи опасност за ширење на сите ефекти во светски рамки, а технолошкиот развој на директен или индиректен начин го исклучува, или е многу строг кон човекот како производствен фактор.

На таков начин економијата во целина донекаде ќе се заштити од прашањата од типот на тоа колку, дали и за кого глобализацијата е пожелна. Ќе се заштити и од прашањата од типот на тоа каква е следната иновација, до каде може да оди технолошкиот развој, како тоа претпријатијата да го искористат и дали сето тоа е социоекономски оправдано.

3 дел

СОВРЕМЕН ПРИСТАП НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ КОН ФИНАНСИСКИОТ ПАЗАР

3 ДЕЛ – СОВРЕМЕН ПРИСТАП НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ КОН ФИНАНСИСКИОТ ПАЗАР

До сега трудов покажува дека финансискиот систем постои како посебен дел составен од институции и инструменти чиешто функционирање се одвива на финансиските пазари. Трудов покажа дека постојат и светски процеси кои се надвор од финансискиот систем, ама се условени или влијаат на него.

Токму тој дел – дека тие влијаат на финансискиот систем, посебно од причината што финансиското опкружување влијае на конкурентската способност на финансиските институции, предизвикува развивање и на современи пристапи. Овие современи пристапи на финансиските институции предизвикуваат одредена еволуција во функционирањето на финансискиот пазар.

Посебно развојот на информатичката технологија предизвикува сè поголемо учество на електронското тргување од една страна, а од друга страна предизвикува и постоење на нови методи во работењето на финансиските институции. Со овие современи методи институцијата цели кон: приближување кон потрошувачот, прв (побрз) пристап до потрошувачот и лидерство на пазарот.

На финансискиот пазар денес постојат многу повеќе и многу разнолики инструменти за разлика од времето кога финансиските трансакции биле процес на размена на парични средства или процес на чување на средства со цел нивно репродуцирање. Денес, истите тие инструменти (за многу кратко време) добиваат форма на електронски записи и сè почесто во финансиската литература се среќава терминот електронски финансии. Покрај финансиските институции кои користат сеопфатно вмрежување, истото се случува и со останатите економски институции, независно дали влегуваат во приватниот или во јавниот сектор.

Оваа „револуција“, во техничко-технолошкиот свет предизвика менување и на пристапот што го имаат економските институции кон своите потрошувачи. Од тој аспект, услужната дејност и маркетингот заземаат сè поцентрално место во функционирањето на економските правила и принципи, за остварување на крајната цел, и на страната на побарувачката и на страната на понудата.

Од тие причини овој дел го разработува современиот пристап на финансиските институции, значи она што се случува внатре во нив: новите инструменти со кои

располагаат институциите; електронските финансии; електронското банкарство; услужната дејност во финансискиот сектор и маркетингот, специјализиран за финансиски институции.

1. Е-финансии

Интернетот и развојот на World Wide Web, кои од нешто непознато и туѓо, за кратко време станаа централен медиум за трансакциски активности, размена на информации и комуникација со луѓе од цел свет, рефлектира создавање и на е-финансии (во чиишто рамки освен електронските инструменти се вклучени и инвестирањето, банкарството, хипотекарните позајмувања и осигурувањето). Е-финансиите многу автори ги сметаат како предност и за корисниците и за бизнисот, поради тоа што овозможуваат редуцирање на трансакционите трошоци, го забрзуваат процесот на бирократија и собирање на документација, а истовремено овозможуваат пристап до многу и различни информации.

Конкретно за бизнис секторот, онлајн финансиите можат да придонесат за подобрување на ефикасноста и намалување на трошоците во интерните бизнис функции, како што се објавувањето извештаи, менаџментот со човечки ресурси и останатите процедури кои влегуваат во секторот на „time-and-building“. Со интернетот е овозможена и многу поедноставена форма на „one-to-one“ маркетинг. Развојот оди до таму што сега веќе и официјално (во законски рамки) е овозможена употребата на електронски потпис и record-keeping сметки со кои многу се олеснува онлајн бизнисот. Ваквиот тип на сметки дава можност за развој и на технологиите во насока на електронска трансмисија на скен од отпечатоци на прсти и клучеви за енкрипција со кои ink-on-rareg потписите ќе се држат во законски рамки. Уште поважно е што со електронските финансии пристапот до информациите е достапен 24 часа на ден, низ цел свет, а спектарот на активности кои можат да се вршат е многу опширен, дури и со право може да се каже сеопфатен.

Во светот на финансиите, тргувањата на берзи односно купувањето на хартии од вредност од граѓаните, користејќи се со интернетот се зголемува. Според Националната асоцијација на инвестициските корпорации (National Association of Investors Corp. (NAIC)), за инвестициски истражувања се покажало дека интернетот на

американските граѓани им е број еден³⁵. Ова е така, затоа што за граѓаните, годишните корпоративни извештаи, истражувачките анализи од берзите, берзанските индекси, случувањата на финансиските пазари и сл. се достапни во секое време преку веб-страниците на финансиските институции.

За потрошувачите, интернетот е дел од секојдневниот живот. Според индустриските експерти, сообраќајот на интернетот се дуплира на секои 100 дена³⁶. На корисниците на финансиските производи и услуги преку интернетот им е овозможено да бидат директно вклучени во креирањето на нивните инвестициски одлуки, а не само да седат како неми посматрачи. Тие можат да менаџираат со своите средства и капитал, преку истражувања за вложувања.

Технологијата оди до таму што многу веб-страници се креирани да формираат индивидуално портфолио, кое на учесниците им овозможува на страната на побарувачката тековно онлајн да ги следат своите инвестициски перформанси.

Сепак, за финансиските институции интересно е да се спомене една изјава на Понмон (Ponemon): „Сега за финансиските фирми се работи за постигнување на репутација, целиот бизнис со финансиски услуги, всушност е бизнис на репутација, оваа индустрија работи исклучиво ако имате репутација на квалитет и честост“. Барањата од оваа индустрија, од е-финансиите се сè поголеми, како што се зголемува зафатнината на интернетот од светот. Исто колку што е скапо ако пропадне овој систем, така станува и сè поскапо (посложено) да се влезе во него. Од компаниите се бара да исполнуваат законски рамки, од основно, па сè до нивна надградба согласно со развојот. Така, од компаниите почнува да се бара да развиваат политика на приватност и да објавуваат јавно за тоа. Одговорноста на компаниите не е само за приватноста на нивните потрошувачи, туку е насочена и за нивните партнери со кои соработуваат.

Целокупниот тој информативен и информатички комплекс на активности е многу одговорна работа. Компаниите кои работат со и за кредитни картички, осигурителни компании, банки и други може да се случи да имаат одделни бази на податоци во различни дивизии. Ваква структура е скапа и опасна. А, поопасен е фактот што така функционираат и големите финансиски институции. Од тие причини развојот на информатичката технологија предизвикува и развој на законските и правни рамки. Од 2009 година, е-финансиите се во процедури на имплементирање на ISO 9001: 2000. Строгата заштита на комуникацискиот линк е, всушност, малку вреднувана ако

³⁵ James S. Harrison, Mary Gotschall, “E – Finance Debut New Era”, Segal Saved, USA, 2003, p. 2

³⁶ Исто, стр. 1

податоците можат лесно да бидат украдени или искорумпирани од понудувачкиот сервер. Затоа е потребно да се усовршува и развива идентификацијата на матриците³⁷, кои се користат за навигација на безбедносното ниво, идентификација на потрошувачката и договорната перспектива и гаранциите за обезбеденост во услужно ориентирано сценарио.

Во светски рамки постојат повеќе методи и модели, барања, скали и слично со кои се стандардизира нивото на безбедносен квалитет, кој се нуди преку електронските сервери за електронските начини на тргување.

Некои од тие се:

- Обезбеденост на веб-сервисот (Web ServiceWSs) со која се овозможува покривање на дел од барањата за енкрипција, потписи, автентичност и контрола на пристап до серверот³⁸; договор за нивото на заштита (Protection Level Agreement PLA); нивоа на евалуација на безбедноста (Evaluation Assurance Levels EAL)³⁹; модел на систем за мерење на капацитетот на безбедносниот инженеринг (System Security Engineering Capability Maturity Model SSE-CCM)⁴⁰. Сите претходно наведени даваат нумеричка определба и мерка за менаџирање и квалитет.

- Постојат други методи кои се користат со процентуално изразување на нивото на обезбеденост, а ваквите често го следат принципите на ISO 17799.

- Трети методи се користат со анализа на ризикот, а кај таквите е најлесно да се употребува матрицата за анализа на годишната монетарна загуба.

- И, постојат методи кои се потпираат на просечното време на неуспех на обезбеденоста (mean-time-to-security-failure). Некои автори ваквиот пристап го сметаат за теоретски корисен метод на којшто во практичната примена има нешто што му недостасува.

Во секој случај, независно од примената на моделот, договорот мора јасно да опишува како податоците се заштитени додека се под договорната контрола.

³⁷ Матриците можат да бидат најразлични. Обично нивната нејасна поставеност е причина за екстернализирање на битни компоненти од електронските комуникации и тргувања, со што се случува неуспех. Сите матрици можат да се поделат во една следните категории: **организациски** – го евалуираат безбедносниот менаџмент процес; **оперативни** – го обезбедуваат системот и оперираат со правилата и принципите; **технички** – го евалуираат квалитетот на софтверот и хардверот.

³⁸ P. Robinson and A. Yautsiukhin, “Security and Trust in IT Business Outsourcing: a Manifesto”, Elsevier, UK, 2007, p. 2

³⁹ Нивоата се класифицирани во степени од 0 до 7 што го покажуваат нивото на задоволување на поставените услови согласно со профилот.

⁴⁰ Го покажува нивото од 1 до 5

Постојат два вида на заштита⁴¹:

- заштита во трансмисија – тоа е заштита на податоците на клиентот додека се пренесуваат од хостот на клиентот до интерната мрежа на другата страна на договорот;
- заштита во процесирање – тоа е заштита на податоците на клиентот кога другата страна врши контрола на начинот на којшто податоците се процесираат (кај административниот домен).

Целта на сите форми на заштита може да се сублимира на следниве неколку прашања:

- клиентот наспроти договорната страна;
- договорната страна наспроти клиентот;
- договорната страна наспроти субдоговорни страни;
- недопирливост на довербата.

Сите овие пристапи и прашања заземаат различен пат кон остварување на целта. Кај првиот пристап (клиентот наспроти договорната страна) целата ситуација се анализира од аспект на клиентот. Кај вториот пристап, станува збор за интересите на договорната страна. Третиот пристап ги разгледува безбедносните можности кај страната на понудата и нејзиното разграничување. Последниот пристап е поспецифичен. Довербата од побарувачката од клиентите е најважен и највисоко мерило кое може да го постигнат електронски насочените компании. Но, гледано од аспект на договорната страна, отспротива и се наоѓаат два субјекта. Едните се клиентите, а другите се субдоговорните страни. Од тај аспект може довербата да се разглоби на неколку компоненти, а на крајниот потрошувач да му се олесни да го користи најефикасниот и најефективниот помал домен. Затоа се развиваат домени на виртуелна доверба (Trusted Virtual Domains TVDs), со цел да соберат и поврзат оддалечени и помали средини кои имаат виртуелна доверба, на една обезбедена мрежа

⁴¹ P. Robinson and A. Yautsiukhin, “Security and Trust in IT Business Outsourcing: a Manifesto”, Elsevier, UK, 2007, p. 4

Целокупната имплементација на е-финансиите во приватниот сектор, со долгогодишното искуство, е-плаќањето, техничкиот и проект менаџментот, предизвика имплементација на е-финансиите и од владините структури. Посебно во ова се застапени министерставата за финансии и нивните ограноци. Вообичаено нивната работа и услуги во доменот на е-финансиите се поделени на потсектори.

Електронските медиуми во рамки на е-финансиите во јавниот сектор ги вклучуваат:

- Електронски исплати и наплати
 - Владини исплати:
 - пензиско и социјално осигурување;
 - владини исплати на плати;
 - исплати за различни набавки.
 - Владини наплати:
 - даноци;
 - наплати од потрошувачите;
 - наплати за пензиско и социјално осигурување;
 - наплати на хартии од вредност.
- Објавување и менаџирање на мрежите за АТМ и POS.

А, цел за создавање на вакви јавни електронски финансии е:

1. Создавање излез за централно обезбеден владин систем на плаќања, преку развој на централен електронски трансакционен центар со кој се поврзуваат владините структури и органи со сите финансиски институции.
2. Додавање вредност на владите, со обезбедување end-to-end електронска конекција за владините структури и министерствата за финансии, овозможувајќи електронски наплати и исплати.
3. Обезбедување професионална поддршка за корисниците, со овозможување 24/7 оперативна поддршка за владините органи и останатите стеикхолдери.
4. Намалување на трошоците за стеикхолдерите, преку пренасочување на трансакциите преку електронска инфраструктура, ефективно управување

со времето, намалување на трансакциските трошоци и создавање ливериџ скала на добивките.

5. Објавување на оперативна транспарентност, со обезбедување сет на јасни и транспарентни оперативни и финансиски правила кои се наоѓаат под надлежност на стандардизираниот и автоматизиран „е-плаќање“ механизам.

Во целина електронските финансии се јавуваат во функционирањето на сите сектори: домаќинства, претпријатија, државата. Гледано од финансиско-институционален аспект и поделбата на финансиските институции на банкарски и небанкарски, подолу се разгледува електронското банкарство и електронското тргување на финансиските компании.

1.1. Е-банкарство

Банкарството како процес може да се реализира во и преку неколку канали⁴²:

- класично банкарство (brick and mortar);
- телефонско банкарство (phone banking);
- автоматизирани машини АТМ (Automated teller machine);
- безжични апликативни протоколи WAP (Wireless application protocol);
- електронски трансфер на фондови во продажен центар EFTPOS (electronic fund transfer at point of sale);
- банкарски експозитури во други продавници или маркети;
- интернет банкарство.

Вообичаено, интернет банкарството, АТМ и телефонското банкарство се супститути.

Различните канали на банкарство се разликуваат според тоа дали се повеќе трошковно ориентирани или се повеќе информативно ориентирани. Предвид посебно се земаат атрибутите: „трошоци за корисниците“, „таргетирање на богати корисници“,

⁴² Fethi Calisir, Cigdem Altin Gumussoy, “Internet banking versus other banking channels: Young consumers’ view”, International Journal of Information Management, UK, 2008, p.1

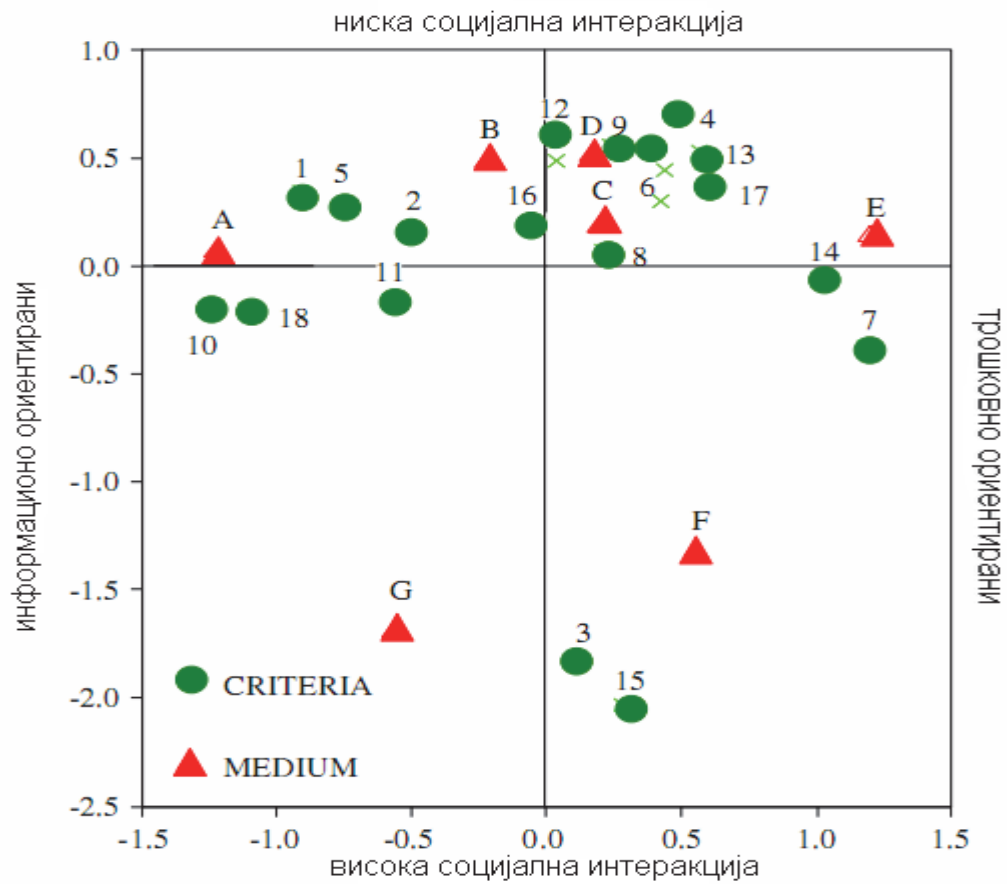
„потребно време за чекање“ и „сигурност“ од една страна и „влијание на куповните одлуки на корисниците“, „канализирање кон другите потрошувачки медиуми“ и „полесен преглед на банкарските алтернативи“ од друга страна.

Подолу е прикажан графикон, кој покажува дводимензионална перцептивна конфигурација на сите седум банкарски канали. На хоризонталните оски се прикажани социјалните интеракции, а на вертикалните се прикажани ориентациите на банкарските канали. WAP се покажува дека е скап за користење и дека негова целна група се корисниците кои имаат високо ниво на лични примања. WAP е најскап банкарски канал за употреба. EFTPOS и банкарските центри-експозитури во други продавници и маркети ги насочуваат корисниците и кон други купувачки медиуми и влијаат на купувачките одлуки на корисниците, а благајниците се во можност да ги користат предностите на „лице в лице“ интеракцијата. Интернет банкарството е она кое е со најмалку рестрикции кон корисниците, лесно е за пристап, преку него лесно се согледуваат банкарските алтернативи, а со тоа се покажува дека интернет банкарството за комитентите е најефективен банкарски канал. На графиконот 3.1. интернет банкарството го зазема централното место, што и не е така чудно ако се земе предвид дека корисниците на интернетот обично имаат доверба во користење на истиот и за други специфицирани активности, а не само за социјално дружење. Сепак, употребата на интернетот е во голема зависност од достапноста до интернет и веб-сајт интерфејсот.

Употребата на интернетот подетално се разгледува во натамошниот дел од текстот.

АТМ и телефонското банкарство се конкуренција на интернет банкарството и зависат од перформансите на корисникот, ја намалуваат социјалната релација, заштедуваат време и бараат поголемо индивидуално истражување. Овие канали на банкарство се само-услужни методи, но многу менаџери не ги сметаат за закана на одржувањето на постоечките филијали.

Графикон 3.1. Дводимензионална перцептивна конфигурација на седумте банкарски канали и нивните атрибути

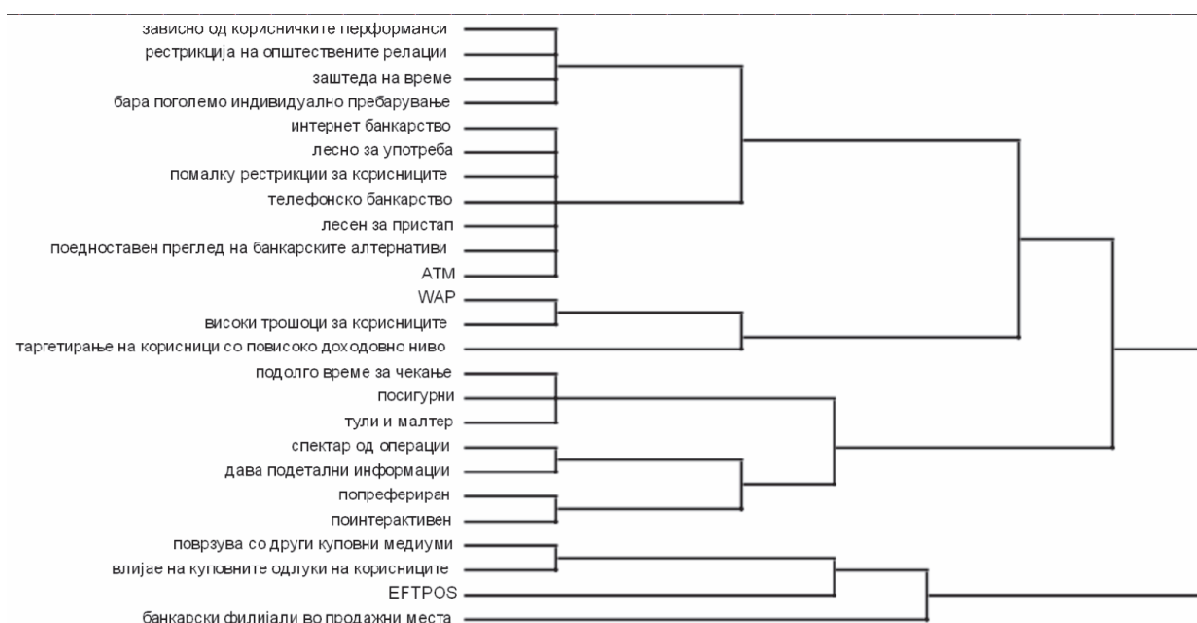


A – класично банкарство	1 широк спектар на операции
B – ATM	2 попрефериран
C – интернет банкарство	3 канализира кон други потрошувачки медиуми
D – тел. банкарство	4 заштедува време
E – WAP	5 дава подетални информации
F – EFTPOS	6 бара поголемо индивидуално истражување
G – расп. експозитури	7 таргет се богати потрошувачи
	8 лесен за употреба
	9 лесен за пристап
	10 потребно е време да се чека
	11 поинтерактивен
	12 полесен преглед на банкарските алтернативи
	13 зависи од перформансите на корисникот

	14 висок трошок за корисниците
	15 влијае на куповните одлуки на корисниците
	16 помалку рестриктивен за корисниците
	17 рестриктивен кон социјалните релации
	18 посигурен

Извор: Fethi Calisir, Cigdem Altin Gumussoy, “Internet banking versus other banking channels: Young consumers’ view”, International Journal of Information Management, UK, 2008

Графикон 3.2. Дендограм на банкарските канали и конструкции



Извор: Fethi Calisir, Cigdem Altin Gumussoy, “Internet banking versus other banking channels: Young consumers’ view”, International Journal of Information Management, UK, 2008

Дендограмот е дообјаснување и дополнување на графиконот 3.1., со кој попрегледно се покажува доменот на покривање на различните банкарски канали.

Поради тоа што централно место во банкарството се повеќе се дава на каналите кои се поддржани од интернет конекција, анализата продолжува во таа насока.

За остварување на активноста наречена електронско банкарство, вообичаено се потребни интернет пристап и технологија. Интернет пристапот во различни земји е различен (во 2012 година преку третина од човечката популација или поточно 2,4

милијарди луѓе ги имаат користено сервисите на интернет), а тоа придонесува за помалку или повеќе застапена примена на електронското банкарство. Обично два фактора се најпресудни за нивото на употреба на интернет пристап. Тие фактори се:

- бруто-домашниот производ;
- законските правила.

Интернетот и технологијата менуваат многу аспекти од животот на луѓето, од купување, социјална интеракција, банкарство, работа, пристапност до информации, здравствена заштита, советување итн. За сето ова не е потребна некоја посебна инфраструктура, затоа што интернетот е обично лоциран во виртуелен простор, а поретко е ограничен со географски простор. Сепак, ова треба да се прифати со резерва од причина што нивото на богатство на земјата може да е пресуден фактор за имплементација на информатичка технологија, а со тоа и да го ограничува присуството и застапеноста на интернетот и неговите услуги.

Графиконот подолу го покажува интернет пристапот на земјите во Европа, движејќи се од позатемнето кон посветло, соодветно како од поголем кон помал пристап.

Графикон 3.3. Интернет пристап во Европа до 2005 година



Извор: Eurobarometer data set 2005

Следниот графикон го покажува нивото на употреба на интернетот за банкарски цели во земјите во Европа кои имаат интернет пристап.

Графикон 3.4. Употреба на интернетот за банкарски работи во Европа до 2005 година



Извор: Eurobarometer data set 2005

Специфично е дека анализите покажуваат разлики не само во пристапноста на интернет помеѓу земјите, туку и разлики во интернет пристапноста и во рамки на една земја. Ова е така поради значајното влијание на социоекономската диференцијација во рамки на една држава, посебно од бруто-домашниот доход. За разлика од ова, законските правила обично се мерило не за пристапноста како конекција, туку како пристапност до систем во кој податоците се заштитени и доверливи. Во останати фактори кои влијаат на пристапноста на интернет можат да се вбројат возраста, нивото на едукација, вработеноста.

Една од најчесто анализирани употреби на интернетот е електронското банкарство. „Ширењето на електронското банкарство е пример за дифузија на новата технологија, а притоа ширењето влијае на однесувањето на луѓето, кои обично се

имитираат едни со други⁴³. Градовите со популација помеѓу 100.000 и 499.999 жители вообичаено го користат интернетот за активности од социо-аспект. Според анализите на Марта Орвиска (Marta Orviska) и Џон Хадсон (John Hudson), бројот на жителите и не е толку пресуден за примената на интернетот, обично специјализираната употреба на интернетот од економски аспект е повеќе поврзана со образованието и возраста. Овие автори разгледуваат функционална поврзаност на индивидуалниот интернет пристап со возраста, образованието и доходот (X), како и локацијата (L) и карактеристиките на земјата (C)⁴⁴:

$$P(I = 1) = f(X, L, C)$$

Оваа функција се отежнува од аспектот што постојат разлики во агрегатните индивидуални варијабли, како што е стапката на невработеност и пропорцијата на популацијата којашто живее по руралните средини. Равенството дадено погоре, кога се однесува на примена на интернет за електронско банкарство или електронско тргување се менува. Промената настанува со тоа што доходот го исклучува образованието, а во карактеристиките на земјата се вклучуваат законските правила (затоа што при ваква примена на интернетот, обезбеденоста има големо значење). Се покажало дека интернет пристапот е покористен од младите, жителите на урбаните средини и лицата со повисоко ниво на образование. Корелацијата на тие неколку фактори кои ги разгледуваат гореспоменатите автори и нивните заклучоци се прикажана во следнава табела:

⁴³ Marta Orviska, John Hudson, "Dividing or uniting Europe? Internet usage in the EU", Elsevier, UK, 2009, p.

4

⁴⁴ Marta Orviska, John Hudson, "Dividing or uniting Europe? Internet usage in the EU", Elsevier, UK, 2009, p.

5

Табела 3.1. Корелации со интернет пристојноста

	2005		2004	
	ниво за држава	индивидуално ниво	ниво за држава	индивидуално ниво
возраст	-0.09	-0.41	-0.15	-0.38
рурална средина	0.14	-0.11	-0.02	-0.10
урбана средина	0.05	0.02	0.07	0.02
мажени/женети	-0.02	0.01	0.23	0.04
брuto-домашен доход по жител	0.58	0.21	0.48	0.18
невработени	-0.41	-0.04	-0.34	-0.07
образование	0.67	0.43	0.78	0.43
законски правила	0.61	0.18	0.58	0.21

* Корелациите на ниво на држава корелираат со просекот на земјите, а индивидуалните корелации се базирани на корелации меѓу индивидуите.

Извор: Marta Orviska, John Hudson, "Dividing or uniting Europe? Internet usage in the EU", Elsevier, UK, 2009

Како заклучоци може да ги земеме следниве факти:

- Интернет банкарството, АТМ и телефонското банкарство се супститути, а тоа значи дека употребата и поголемата важност на едниот канал ја одзема важноста на другиот, поради тоа што станува збор за потрошувачи со сличен профил;
- Интернет банкарството постигнува поголем успех отколку класичното банкарство и филијалите. Овде станува збор за комплетно различни канали, а сè почесто класичното банкарство го има интернет банкарството како комплемент;

- Интернет банкарството нуди лесна употреба и пристап до комитентите. Пристапот е од дома, од работа, значи без просторно ограничување;
- Корисниците на интернет банкарство обично се чувствуваат помалку ограничени и покрај фактот што мораат да се најавуваат, да користат лозинки, да веруваат во системот и сл.;
- Интернет банкарството им овозможува на комитентите појасен, попрегледен пристап до сите алтернативи кои стојат на располагање;
- Интернет банкарството се покажува дека не ги користи во доволна мера услужните советодавни банкарски работи и не е ефективно за афектни кориснички одлуки;
- Интернет корисниците не веруваат во сигурноста на веб-страниците на банките, а од тој аспект превенцијата од грешки и нивно оправување се многу значајни;
- Перформансите на комитентите играат значајна улога во примената на интернет банкарството, а едноставната и лесна употреба на интернетот има голема улога во тоа;
- Развојот оди понатаму што интернет банкарството се развива со развивање на индивидуите и нивното истражување, како лично, така и интерактивно.

Покрај ваквите заклучоци, мора да се надополнат и фактите дека:

- Анализите за електронското банкарство мора да се прават во корелација со повеќе земји, затоа што различни земји се со различно ниво на развиеност, а тоа влијае на резултатот;
- Предвид треба да се земаат типовите на трансакции кои се извршуваат преку електронското банкарство, затоа што сите активности не се исти. Преку различните канали не можат да се вршат сите банкарски функции (девизно работење, кредитни картички, кредити, исплаќања и сл.).

Имплементацијата на соодветна технологија која го поддржува електронското работење е исто толку значајна, како примената на електронското банкарство, од причина што развојот и унапредувањето на технологиите придонесува за развој и унапредување на постоечките и создавање на нови банкарски канали.

Според Чи Шинг Ју (Chi Shing Yiu), Кевин Грант (Kevin Grant), Давид Едгар (David Edgar) постојат четири рамки кои водат кон развивање на употреба на интернет банкарството⁴⁵:

- согледаната корисност;
- согледаната едноставност на употреба;
- персоналните иновативности;
- согледаниот ризик.

Графикон 3.5. Рамки на фактори кои влијаат за прифаќање на електронското банкарство



Извор: Chi Shing Yiu, Kevin grant, David Edgar, “Factors affecting the adoption of Internet Banking in Hong Kong – implications for banking sector”, International Journal of Information Management, UK, 2007

Значи перцепирањето на карактеристиките на електронската технологија и на електронските тргувања од нови алтернативни канали, предностите што ги нудат алтернативните правци, едноставноста за употребата, развојот, до намерата за користење на технолгиите предизвикува луѓето да немаат секогаш исти став кон користењето на различните канали на банкарството. Луѓето обично имаат одредена доза на отпорност кон иновациите која се изразува од аспект на времето, интензитетот и типот на производите⁴⁶. Аспектот на времето се однесува на потребно време за

⁴⁵ Chi Shing Yiu, Kevin grant, David Edgar, “Factors affecting the adoption of Internet Banking in Hong Kong – implications for banking sector”, International Journal of Information Management, UK, 2007, p.2

⁴⁶ Tommi Laukkanen, Suvi Sinkkonen, Pekka Laukkanen, “Communication strategies to overcome functional and psychological resistance to the Internet banking”, Elsevier, UK, 2009, p.1

адаптација, аспектот на интензитетот се однесува на степенот на прифаќање на промената, а аспектот на производ се однесува на разликите и вариететите на производи кои постојат.

Според првиот аспект, постојат пет категории на лица:

- иноватори (Innovators);
- рани адаптатори (Early Adopters);
- рано мнозинство (Early Majority);
- подоцнежното мнозинство (Late Majority);
- колебливи (Laggards).

Според вториот аспект има две варијанти на интензитет:

- одложувачи;
- опозитори.

Според аспектите, соодветно се разликуваат времето, начинот и видот на адаптација. Првото категоризирање поаѓа од најкраток рок, па се развива до подолго време потребно за адаптација, односно прифаќање на одреден производ. Второто категоризирање опфаќа два вида на понесување - на такви кои иновациите ги прифаќаат откако ќе ги перцепираат горенаведените рамки и на такви кои се држат на другата страна на иновацијата – опозитори, кои ги согледуваат слабостите на иновацијата, производот, услугата и сл. Опозиторите ја наметнуваат информациската застапеност. Тие како такви знаат да бидат добри за иноваторот од аспект дека слабостите на некој производ треба да се елиминираат и да се претворат во предности на иновацијата. Заради тоа и се формираат неколку начини на пројавување на отпорноста кон иновациите:

- активна отпорност;
- пасивна отпорност.

Според третото категоризирање, иновациите кои се комплетно нови на пазарот предизвикуваат многу поголема отпорност и време потребно да се прифати производот, отколку иновациите кои се делумни и се само унапредување на некој веќе постоечки производ.

Електронското банкарство со сите негови варијанти и облици на реализирање, согласно со гореприложеното, се соочува со периоди потребни за негово прифаќање. Електронското банкарство се соочува со функционален и психолошки отпор.

Психолошкиот отпор е поврзан со описот на корисниците на е-банкарските услуги погоре. Зависно од типот на корисниците, се пројавува посилен или послаб психолошки отпор.

Функционалниот отпор се пројавува од типот на услугата и инструментот кој се нуди на пазарот и функционалните имплементации и потреби кои мора да се имаат за користење на е-банкарство.

Табелата подолу покажува дека комбинацијата на функционалниот отпор со психолошкиот отпор може да даде четири варијанти. Варијантите ги содржат следните модалитети: употреба на производот, вредност, перцепиран ризик, конфликт со традиција и негативна слика.

Сите овие модалитети се јавуваат во некоја од четирите форми, прикажани во табела 3.2.

Табела 3.2. Типологија на отпорноста која се јавува кај корисниците при јавувањето на иновациите

Високо		
Функционална бариера	Функционална отпорност - употреба на производот, - вредноста, - перцепираниот ризик	Двојна отпорност - употребата на производот, - вредноста, - перцепираниот ризик, - конфликт со традицијата, - негативна слика
	Без отпор - ниска отпорност кон иновации	Психолошка отпорност - конфликт со традицијата, - негативна слика
Ниско	ниско	високо
Психолошка бариера		

Извор: Tommi Laukkanen, Suvu Sinkkonen, Pekka Laukkanen, “Communication strategies to overcome functional and psychological resistance to the Internet banking”, Elsevier, UK, 2009

Она што најчесто ја создава недовербата во електронското банкарство, посебно од страната на некорисниците на интернет, е чувството на нејасност и стравот од употреба на PIN код, а она што се јавува како најголема функционална бариера се трошковните ограничувања, посебно перцепцијата дека набавката на компјутер и целокупната потребна технологија за покривање на електронската банкарска активност е скапа.

Обично ризикот, посебно во интернет банкарството, е ставен како посебна категорија за анализирање. Ризикот може да земе форма на ризик од физичко оштетување, ризик од економско оштетување, ризик од функционално оштетување и

социјално оштетување. Ризикот во електронското банкарство посебно се изразува кај функционалното оштетување, како нешто што не е толку често кај класичните форми на банкарство. Кај корисниците постои страв од недобра конекција, неевидентирање на извршена трансакција, лош пренос на податоци и слично, кои се изземени при класичното тргување од причина што тогаш работите за нив ги вршат специјализирани лица за таа работа. Друг проблем, но не помалку значаен е проблемот на приватноста. Располагањето со информации, пристапноста со личните податоци, пробивањето на истите е проблем исто кој се јавува како значаен за создавање отпорност кон електронското банкарство.

Најчестите фактори кои се споменуваат за тоа дека електронското банкарство не може да го из земе класичното банкарство, односно дека книжните пари ќе продолжат да постојат и во иднина, според повеќе автори се⁴⁷: многу е скапо да се воспостави компјутер, читач на карти и телекомуникациска мрежа што е нужно за електронските пари да станат доминантна форма на плаќање; книжните чекови ја имаат предноста дека тие нудат физички расположлива сметка, нешто од што многу потрошувачи не се спремни да се откажат; употребата на книжни чекови им дава на муштериите неколку денови на „почеток“ – потребни се неколку денови пред чекот да биде наплатен и средствата да бидат повлечени од сметката на емитентот, што значи дека пишувачот на чекот може да заработи камата на средствата во меѓувреме; електронските средства за плаќање можат да предизвикуваат грижи во поглед на сигурноста и приватноста.⁴⁸

Од сите овие фактори, доменот на електронското банкарство посебно се зазема за решавање на првиот и последниот фактор. Скапата технологија, читачи и мрежи се решаваат со економии од обем и сè поголема конкуренција којашто влијае на цените на пазарот. Сигурноста и приватноста како друг фактор кој стои против електронското банкарство се решаваат повеќе од нивото на информатичарите, секако во комбинација со банкарските понуди. За заштита на сигурноста, користењето и довербата во електронските банкарски системи, обезбедувањето сè повеќе се движи во насока на „двофакторска автентичност“. Двофакторската автентичност значи верификација на два различни модалитети од компонентите на системот. Типични компоненти се: знаење (претставено како лозинка), поседување (како картичка во физичка форма),

⁴⁷ Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции – второ дополнето изменето издание“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Скопје, 2009, стр. 41

⁴⁸ Ваквото класифицирање се користи од повеќе автори, не само од гореспоменатиот.

физички атрибути (како отпечаток од прсти и сл.)⁴⁹. Пример за ова се банкарските АТМ за чиешто користење е потребно постоење на картичка плус знаење на одредена лозинка. Каква е безбедносната структура на АТМ кои се користат преку интернет е прикажано преку графиконот 3.6., кој покажува на четири низи на бариери кои се обезбедени. Двете се на страната на корисникот, а две се на страната на серверот. На таков начин заштита цели кон сигурност.

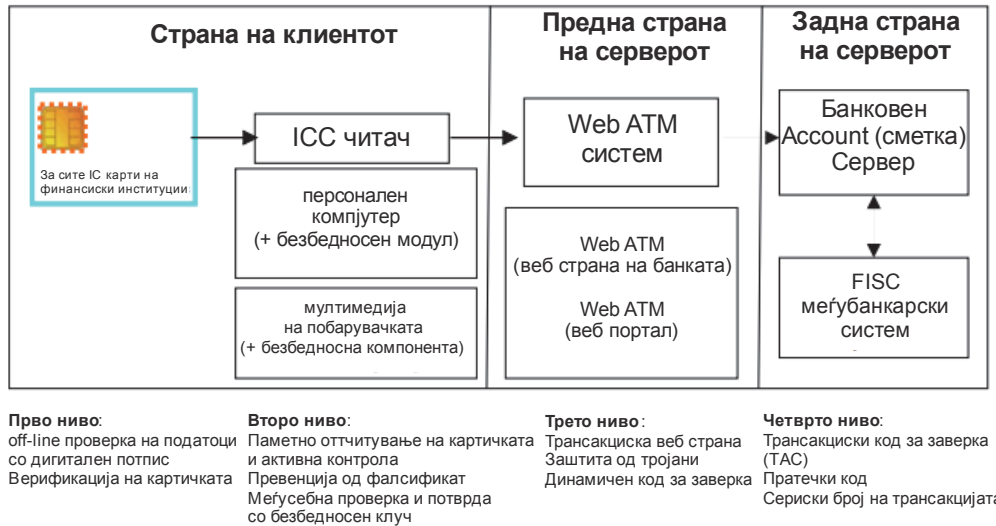
Ако се навратам на двофакторската автентичност, нејзината примена освен кај АТМ се користи и кај други инструменти, како што се: push – button token, card – activated token, chip и pin secured token. Начинот на функционирање, односно на користење на овие токени, односно метод на работа со нив и типот на двофакторската заштита се прикажани во табелата 3.3. Табелава покажува дека двофакторската заштита не мора да е ограничена на примена само на два фактора, туку таа се развива кон употреба на повеќе солуции со кои заштитата се зголемува.

Сепак, и кај ваквото имплементирање на повеќе компоненти со кои заштитата се зголемува, се внимава од причина тие да не влијаат збунувачки врз корисникот и со тоа да создадат одбивност кон инструментот. Атрибути на кои се внимава се: концентрацијата (инструкциите), сложеноста односно колку екранот е збунувачки, фрустрацијата, збунетоста, стресот, сложеноста на апаратот, степенот на контрола, знаењето кој е следниот чекор, очекувањата, лесната разбирливост на инструментите, пристапност на помош, големина на дисплејот, реупотребата, сигурноста, веродостојноста, брзината, степенот на доверба, надградбата, пристапноста, атрибутите по употребата, видливоста на апаратот, степенот на уживање, степен на безбедност, личната сопственост, потребата од инструкции, степенот на доверба, тежината на навлегување во детали, лозинката и сл.⁵⁰.

⁴⁹ Catherine S. Wier, Gary Douglas, Martin Carruthers, Mervyn Jack, “User perceptions of security, convenience and usability for ebanking authentication tokens”, Elsevier, UK, 2008, p. 2

⁵⁰ Catherine S. Wier, Gary Douglas, Martin Carruthers, Mervyn Jack, “User perceptions of security, convenience and usability for ebanking authentication tokens”, Elsevier, UK, 2008, p. 7

Графикон 3.6. Безбедносната структура на Web ATM со четири контролни модели



Извор: Wen – Hsien Tsai, Bor – Yi Huang, Jau – Yang Liu, Tsen – Shu Tsaur, Sin – Jin Lin, “The application of Web ATMs in e-payment industry: a case study”, Elsevier, UK, 2010

Табела 3.3. Компарација на три инструменти кои се користат при е-банкарство

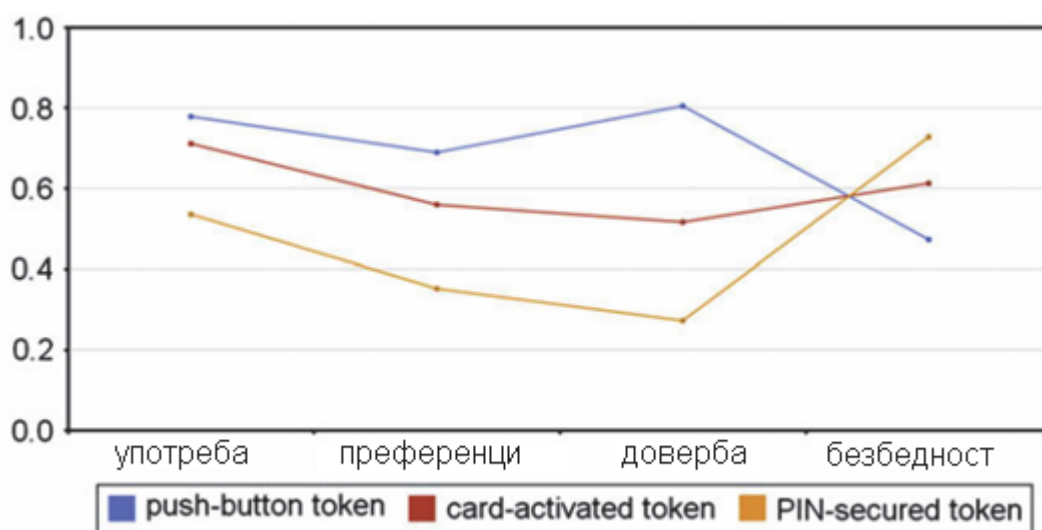
Метод	Начин на користење	Вид на двофакторска заштита
push – button token	корисникот притиска копче на апаратот и б дигитално пристапен код на дисплејот	знаење (лозинка) + поседување (апаратот)
card – activated token	корисникот ја вметнува картичката во читачот, притиска копче и користи б дигитален код на дисплејот	знаење (лозинка) + поседување (апаратот) + поседување (банкарска картичка)
chip and pin – secured	корисникот вметнува	знаење

token	картичка во читачот, внесува ПИН на картичката и 6 дигитален пристапен код на дисплејот	(лозинка) + поседување (апарат) + поседување (банкарска картичка)+ знаење (ПИН на картичката)
-------	---	---

Извор: Catherine S. Wier, Gary Douglas, Martin Carruthers, Mervyn Jack, “User perceptions of security, convenience and usability for ebanking authentication tokens”, Elsevier, UK, 2008

Графиконот 3.7. го покажува нивото на лесност за користење, преференци, доверба и безбедносен рејтинг кој се јавува кај некои форми од современите инструменти за електронско банкарство. Се покажува дека оние инструменти кои се најсигурни се најсложени за употреба.

Графикон 3.7. Користење, преференци, удобност, безбедносен рејтинг на методите

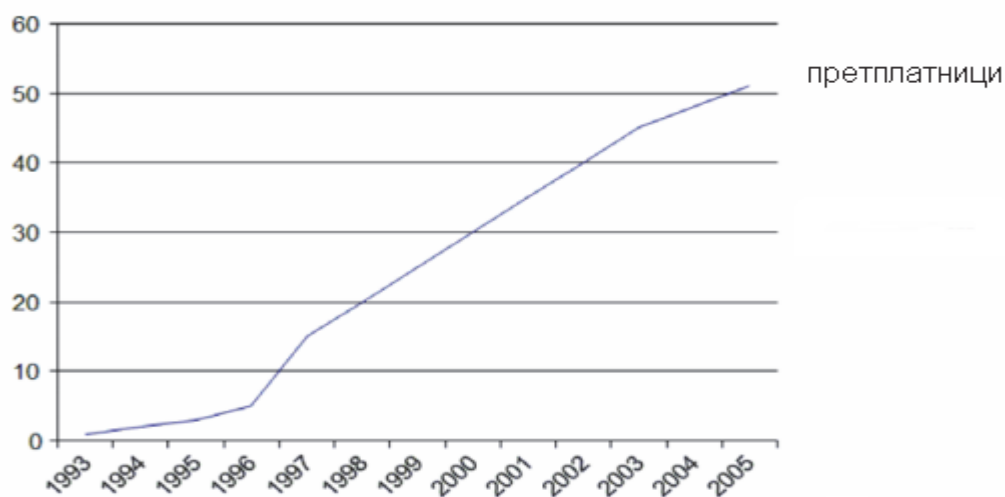


Извор: Catherine S. Wier, Gary Douglas, Martin Carruthers, Mervyn Jack, “User perceptions of security, convenience and usability for ebanking authentication tokens”, Elsevier, UK, 2008

Досегашното образложување го опфати електронското банкарство од неговите форми, услови за употреба, сè до неговите ризици и причините за негово одбивање и застапеност.

Од сите форми на електронското банкарство како најнова, а форма која зазема сè поголем удел на пазарот (графикон 3.8.) е телефонското или уште познато како м-банкарство. М-плаќањата пред економијата отвораат прашања малку од поразличен аспект, поради тоа што не се уловени од постеење компјутери и сакапа опрема, туку од поседување на мобилни телефони. Економијата е соочена или во иднина ќе се соочува со прашања од типот на која е базата за појава на промени, дали м-трансакциите ќе ја заземат позицијата и лидерството во формите на електронските тргувања, кој и што ќе биде главен фокус во иднина и како економијата и економската теорија може да дојде до одговори и решенија. Посебен интерес се кредитните картички, м-трансакциите и регулаторните прашања.

Графикон 3.8. Инфраструктура на мобилните плаќања од 1993 до 2005 година



Извор: Yoris A. Au, Robert J. Kauffman, “The economics of mobile payments: Understanding stakeholder issues for an emerging financial technology application”, Science Direct, UK, 2007

Наједноставните економски предвидувања се во релација со егзогените промени кои се индицирани од технолошките промени, при економската употреба на парите, посебно во супституцијата на технологијата поради трошковниот притисок. Се очекува промените да нараснат во епицентарот – со појавата на нови технологии и промените кои кореспондираат на трошоците и очекувањата на стеикхолдерите при оперативното

реализирање на активностите. Во споредба се ставаат кредитните картички, чековите, книжните пари и м-плаќањата со ризичноста, порамнувањето, трошоци за набавка и слично, со цел да се согледаат најевтини оперативни трошоци.

Денеска системот на кредитните картички доминира кај трансакциите во малопродажбата, наспроти тоа што е поскап, склон на малверзации и измами, несоодветен за микро плаќања и П2П (person – to - person) плаќања и не е анономен. Ваквата изјава може да се негира ако компарацијата се направи со книжните чекови, за тоа што е подобро и полесно за употреба, трошоци, ефикасност, бизнис и социјално влијание и поддршка на економскиот развој. Сето ова, пак, дава друга насока на разгледување на м-плаќањата и нивниот потенцијал да ја играат новата улога во полето на електронските плаќања.

Се очекува м-плаќањата базирани на електронска готовина да ја редуцираат употребата на благајничките записи и на готовите пари, како и на кредитните и дебитните картички и да дадат нова насока на сетот на трошоците и користите поврзани со трансакциските процеси. Секако, зголемената употреба на електронската готовина во светски рамки ќе наметне прашања за монетарната и фискалната политика, поради влијанието што ќе го имаат врз банкарството и супервизијата на платниот промет, врз стабилноста на финансискиот систем. Се поставуваат и прашањата за тоа дали и кога на небанкарските институции би требало да им се дозволи да издаваат електронски картички и кога традиционалните регулаторни механизми, како што се задолжителните резерви и капиталните побарувања треба да се очекуваат и од издавачите на електронска готовина. Регулаторен потенцијал е и тоа дали банките ќе издаваат електронска готовина под истите резерви, како и за чековните и депозитните сметки.

Постојат автори како Гутхарт (Goodhart) и Кругер (Krugger) кои тврдат дека неформалниот мал бизнис и индивидуалната економија ќе ја одржат побарувачката на физичка готовина и покрај технолошките иновации кои прават притисок на економската размена. Спенсер (Spencer) тврди дека ова нема да ја заштити адаптацијата на електронската готовина, во некоја форма, од формалниот однос бизнис – потрошувач, бизнис – бизнис и владин сектор на економијата. Причината зошто банкнотите остануваат во употреба во законската, легитимната економија е најмногу поради пишаните (физичките) трансакции кои се скапи да се процесираат до моментот на вклучување на финансиските посредници. Ова е главната разлика во вредноста на трансакционирањето помеѓу електронска и физичка готовина, додека безбедноста и

приватноста остануваат проблем и кај двата домена⁵¹. Сепак, додека трансакциските трошоци се намалуваат, електронската готовина во форма на м-плаќање, следејќи ја дифузијата на мобилните телефони, ќе стане пораспространета. Регулацијата на електронските пари мора да се формулира стриктно и внимателно, затоа што тие ќе циркулираат надвор од централните банки. Како што се зголемува употребата на м-плаќањата, влијанието на овие плаќања врз економијата ќе стане позначајна и забележлива. М-плаќањата можат да се базираат на сметките на кредитните картички (како што се PayPal Mobile), ама во иднина се очекува м-трансакциите да се базираат на електронска готовина или дигитална готовина.

Ако се покажува дека м-трансакциите имаат предности и се поевтини, не значи дека тие се без недостатоци, слабости и потенцијални проблеми. М-трансакциите имаат потенцијал да поттикнат илегални активности, како што се перење пари, измами и даночна евазија. Ова е вака поради тоа што м-трансакциите овозможуваат и обезбедуваат анонимност. Многу од карактеристиките на електронската готовина се слични со тие поврзани на физичката готовина, електронските податоци може полесно да се прикријат и криумчарат преку граници споредено со која било друга форма на физичко добро. Како резултат, електронската готовина може да се користи да спречи програми формирани од некои влади кои бараат банките да детектираат, држат и известуваат интернационални трансфери на средства за да помогнат конфискација на средства од одредени групи и индивидуи. Ова во многу земји веќе е познато како „homeland security“ домашна заштита.

Електронското банкарство со сите свои форми наметнува ново функционирање на финансиските институции и наметнува нови прашања и домени на насочување на финансиската регулација.

Дека електронскиот трансфер и електронското користење на техничко-технолошкиот развој заземаат сè поголем удел во функционирањето на финансиските пазари потврдува и фактот што покрај електронско банкарство, може да се зборува за електронско тргување воопшто, во чии рамки се јавуваат финансиските институции, државата, претпријатијата, граѓаните. Финансиските компании и воопшто компаниите сè повеќе се потпираат на електронско тргување, што не значи дека готовината не се

⁵¹ Yoris A. Au, Robert J. Kauffman, “The economics of mobile payments: Understanding stakeholder issues for an emerging financial technology application”, Science Direct, UK, 2007, p. 16

користи. Институциите на пазарите калкулираат со различните предности кои им ги нудат различните инструменти, но сепак треба предвид да се има моментот дека некои од тие инструменти се супститути, ама некои се комплементарни. Овој момент посебно се изразува во тоа колкав е потенцијалот на некои од инструментите да се одржат на пазарот, а некои да бидат заменети.

1.2. Електронско тргување на финансиските компании

Индустијата денеска се движи во насока на користење на лабавите отворени мрежи, овозможувајќи поширок фокус на прашањето што апликациите прават за разлика од прашањето како тие мрежи се поврзани.

Во светот на електронското обезбедување, комуницирање, тргување, проблемите кои се јавуваат – конкретно бизнис проблемите, вообичаено се оние кои ја водат и насочуваат апликацијата и технологијата. Сепак, постојат XML веб-сервиси и услужно ориентирани архитектури (Service Oriented Architectures SOA) кои се пример што се одвојува од она што се случува вообичаено. Тие апликации се пример кога технологијата го насочува бизнисот и бизнис потребите, ја насочува иднината на интеграција на апликациите и насоката наречена „до целта преку процес“. Додека не постоеле стандарди при интегрирањето на апликациите, интеграторите се користеле со технологии базирани на визијата на продажната (од страна на понудата) технологија и на пазарните позиции. Сè повеќе базата е на користење на middleware (средишна) опрема.

Финансиските услуги и работење во 90-тите години на минатиот век беа принудени да се соочат со своите интеграциони барања, а паралелно со тоа мораа да се интегрираат и на апликациите за електронско тргување преку нови медиуми и интернет простори. За решавање на ова интегрирање тие користат две технологии. Едната е Extensible Markup Language (XML), а другата е SOAP базирани веб-сервиси. XML се базира на механизам кој треба да генерира само-описувачки податоци и репрезенти. SOAP сервисите се развиваат во насока на стандардизирано базирани солуции за пренос на XML податоците преку интернет или погенерално преку која било мрежа што поддржува интернет протоколи. Најважно е што овие две технологии ефективно ги заменуваат сопственичките формати на податоци и нивниот пренос, а се адаптирани на стандардизација од World Wide Web конзорциумот. Со стандардизацијата, контролата над медиумот не ја има само понудувачот, туку на

безризичен начин се инволвираат и клиентите. Така, SOA се јавува како одговор на потребата XML да се обвита со сервис со кој бизнис правилата ќе се насочат кон оневозможување на малверзации со податоците, а FSI се јавува како адаптација на XML сервисите и SOA за решавање на нивните сопствени (внатрешни) интеграциски проблеми. Во светот на индустријата на финансиски услуги ова значи овозможување на користење на финансиските инструменти на исто ниво, како и бизнис известувањето.

Пример за ова се компјутерскиот јазик за финансиски производи (Financial Product Markup Language FPML) на инструменталната страна и флексибилниот извештаен бизнис јазик (Extensible Business Reporting Language XBRL) на страната што известува. SOAP базираните веб-сервиси се адаптирани на стандарден транспортен механизам. FSI исто се насочуваат кон адаптација на SOA базирани бизнис правила за создавање интегрирано ново услужно ориентирано поврзување. Заклучокот е дека насоките се движат кон користење на индустриско стандардизирани поврзувања, а ова би значело дека FSI може да биде ослободен од интегративните сопственички шеми на страната на понудата. FSI апликациите користат HDTV и DVD компоненти, со цел интерконекциите да се движат во насока на задоволување на потрошувачките барања.

Насоката на апликациите, денес, а и во иднина, е кон задоволување на сите потрошувачки потреби. Едни од најважните потрошувачки потреби во електронското тргување е и безбедносниот праг. Од тие причини технологиите се развиваат и во насока на подобрување на преференците, јазиците, методите за заштитите на приватноста и сопственоста при електронските тргувања. Најнов модел на кој се работи е „mind reader security check“ безбедносен читач кој работи на проверка на мозокот. Се работи за програма со која предвид ќе се земаат не само физичките и електронските сигнали и карактери, туку ќе се анализираат и нервни вибрации, кои се појавуваат како реакција на некое однесување. Пример, време до одговарање, време за одговарање, начин на пишување, начин на изговарање и слично.

Во светот на електронското тргување безбедносните системи постојат поради тоа што се среќаваат повеќе форми на сајбер закани. Од сите нив посебен акцент е ставен на заканата позната како „phishing“. Станува збор за лажно претставување како некоја легитимна институција која ги користи личните податоци подоцна за сопствени потреби. За валидноста на институцијата која ги бара податоците, корисникот не знае, а ги внесува сите потребни информации поради тоа што смета дека е приклучен на

легитимна и законски уредена организација. Проблемот за ваквата форма на хакерство е во тоа што никој од никого не краде податоци, туку тие се добиваат на „доброволна“ основа, поради тоа што корисникот е доведен во заблуда.

Начин на решавање на овој проблем се бара во повеќе насоки, но некои експерти се на мислење дека целокупното „плашење“ само ги одвраќа оние кои не работат со електронски начини на тргување воопшто и да не почнат. Мислењето се движи во насока дека сите треба да се свесни за постоење на опасност при користење со одреден начин на трансакција и дека треба внимателно да се следат известувањата и законските правила и принципи кои важат за електронското тргување. „Ако сте идентификувани како некаква форма на институција со е-тргување, значи дека има тек на пари преку таа институција, вие, независно кој сте, сте потенцијален таргет за т.н. phishers“⁵². Во август 2005 година се откриени 5.259 исти phishing веб-страници кои се детектирани дека постојат од 2003 година, во јули 4.564, а јуни 4.280⁵³. Специфично е дека бројот на вакви измамници е голем, но и дека се откриваат исто така како што се и создаваат. Ова остава простор експертите да внимаваат за тоа стравот кој се создава да не е непотребен и да предизвикува непотребна одбивност кон електронското тргување. Посебно, ако се земе предвид дека веќе е факт дека банките и финансиските институции се подложни на вакви напади од вакви лажни претставувачи поради тоа што банките и финансиските институции веќе предолго време се потпираат само на единечно факторска технологија – лична идентификација и лозинка со кои корисниците се најавуваат за да ги добијат онлајн финансиските услуги. Поради тоа и активно се работи на сите гореспоменати методи за заштита на потрошувачите и за заштита на финансиските институции.

Финансиските институции за да се заштитат од потенцијалните напади и користења на нивното име за малверзациски цели можат да применуваат повеќе претпазливи мерки⁵⁴:

- да ги пријават најсличните домени на нивниот бренд за проверка дали и тие се регистрирани и валидни;
- користење на лого за сопствените домени;
- мониторинг (на сите регистрации на нови домени слични на нивниот);

⁵² Sally Robert, “Increased security needed to tackle phishing threat”, Business Insurance; 11/28/2005, Vol. 39 Issue 48 p 11-12

⁵³ исто

⁵⁴ исто

- објавување на јасна политика за сопствените и-мејл корисници, како и на барање лични податоци или користење линкови на клик;
- создавање и-мејл со кој потрошувачите ќе можат да препознаат дека мејлот е легитимен;
- мониторинг на означувањата;
- подготовка на клиентите и комуникација со нив за можните напади од измамници и сл.

Електронското тргување сè повеќе зазема сложени форми и конфигурации, неговата употреба е застапена на финансиските пазари со тенденција да се надградува и проширува. Покрај електронското банкарство, воопшто економијата сè повеќе се користи со електронското тргување.

Современите трендови наметнаа потреба до доближување кон потрошувачите. Тоа доближување се врши на начини да се олесни набавката, употребата, користењето на производите. Покрај електронското комуницирање, светот на финансиите употребува поинакви методи во работењето, услугите и маркетингот.

2. Услужнаџа дејностџ во финансискиот сектор

Институциите во финансискиот сектор, според дејноста која ја вршат, слободно можат да се поделат на банкарски и небанкарски. Во основа, сите тие покрај производите нудат и услуги, односно извршуваат услужна дејност. Развојот на услужната дејност во финансискиот сектор се должи на постоење на конкурентност на пазарот, која бара од понудувачите да се евтини, а сепак достапни и различни од сè друго што се нуди на финансискиот пазар.

Учеството на финансиските посредници на финансискиот пазар е големо и значајно, а основната функција на овие посредници не е ништо друго, туку давање некоја форма на услуга.

Услугите кои вообичаено ги нудат финансиските институции може да се групираат на следниве неколку сектори: сметководство, управување со средствата банкарски услуги, бизнис брокерство (застапничка работа), регулаторни агенции, осигурување, инвестициски услуги, заеми, финансиски производи и услуги, брокери и

трговачи со хартии од вредност, лизинг, услуги за тргување на берза, кредити и портфолио и бизнис директориуми.

Услужната дејност во финансискиот сектор најмногу е зависна од инвеститорите, регулаторите и рејтинг агенциите.

Инвеститорите како корисници на финансиските услуги во современото финансиско опкружување го диктираат развојот, поради тоа што услугите се создаваат за да го диференцираат производот или понудувачот.

Регулаторите се оние кои поставуваат норми и насоки до каде, колку и дали може да се развива финансиската услужна дејност.

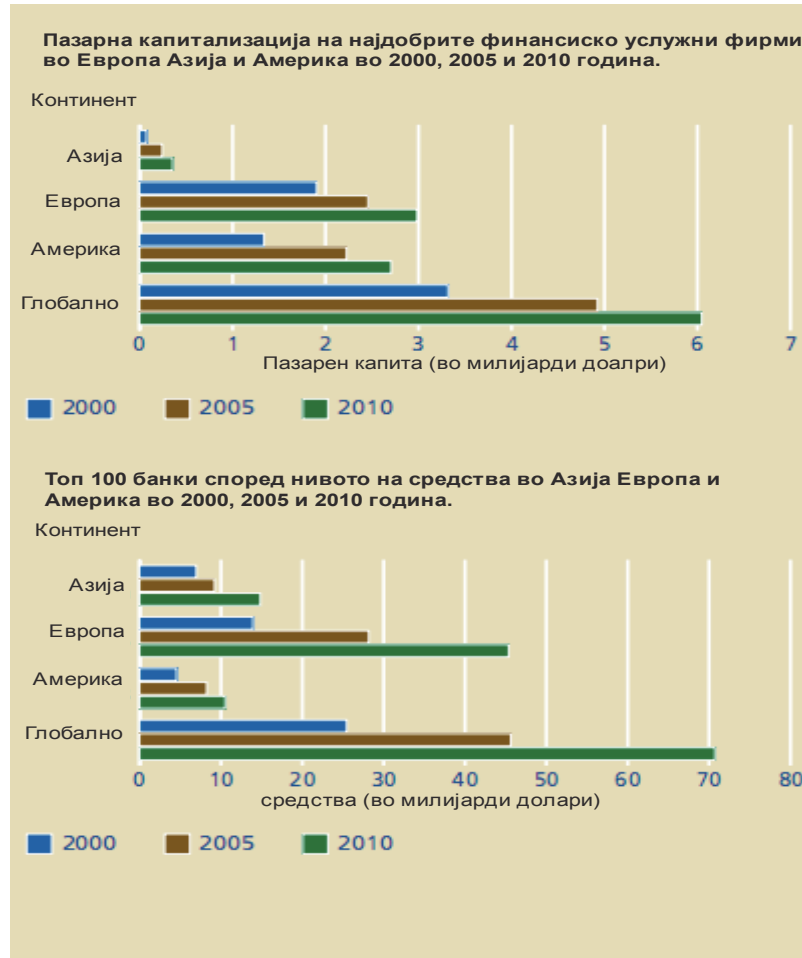
Рејтинг агенциите и добрата котација на нив е најдобар показател за сигурноста и безбедноста на работењето на финансиската институција, а светот на финансиите можеби најмногу од сите форми на економско функционирање се потпира на информации и доверба.

До 2010 година од финансиските институции се очекуваше да се вклопат со соодветни бизнис модели во глобалните пазари, да ја зголемат ефикасноста со примарно фокусирање на услугите, да вршат консолидирање со цел, да развиваат корелации и врски со корисниците и потрошувачите, да бидат транспарентни и согласни со тековните настани и со вредносниот код на информатичките технологии.

Во графиконите подолу се прикажина проекциите и предвидувањата за пазарната капитализација на најдобрите фирми кои нудат финансиски услуги и стоте најдобри банки според нивото на средствата (капиталот) што го поседуваат.

Проекциите покажуваат зголемување на услужната ориентираност, но по настанатата криза од 2007 година, проблематиката се насочува кон тоа колку и какви услуги им се потребни на потрошувачите и дали реално има потреба од толкава диференцираност со која обезбедувајќи се од ризикот, всушност, се запаѓа во поголеми замки.

Графикон 3.9. Пазарна кайтпализација на најдобрите финансиско-услужни фирми во Европа, Азија и Америка во 2000, 2005 и 2010 г.; топ 100 банки според нивото на средствата во Азија, Европа и Америка во 2000, 2005 и 2010 г.



Извор: The Banker 100 top banks (July editions 2000/2005) and FT Global 500, 13 March 2006 and 4 May 2010, Deloitte Analysis

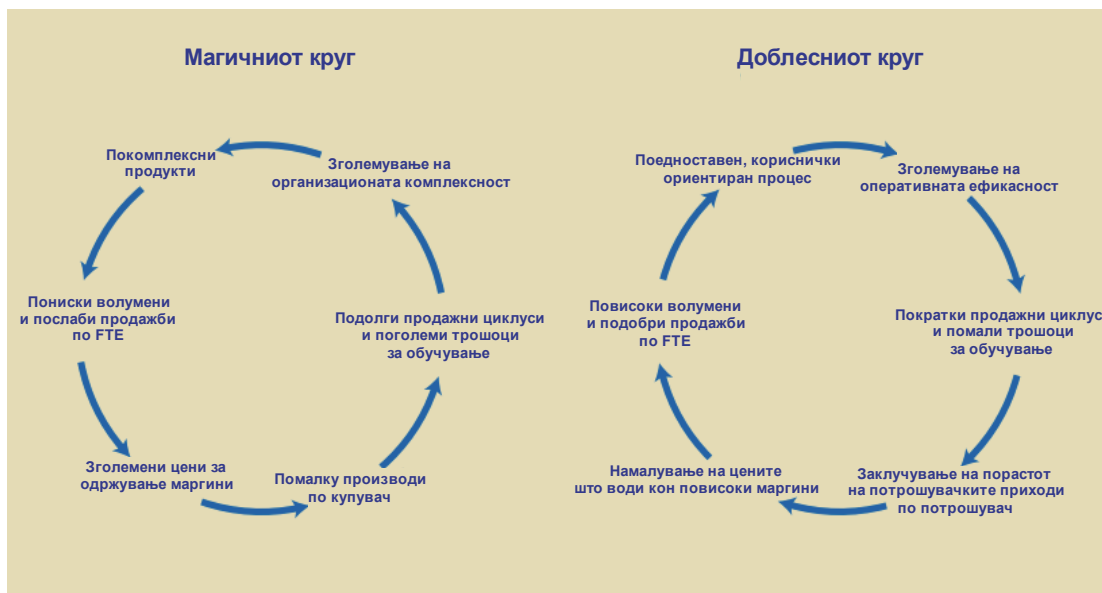
Ваквата ситуација не е нелогична, дури е и предвидена од некои економисти кои за 2010 година прогнозираа пад на вкупниот буџет за производите од 11 милиони долари во 1995 година, на 6 милиони долари до 2010 година.⁵⁵ Посебно што треба да се внимава на тоа дека потрошувачите и корисниците треба да се одржуваат преку искуството. Тие се задржуваат со едноставност и ефикасност, а зголемувањето на иновациите кај и за финансиските инструменти може само да предизвика нивно одвлекување, поради зголемените трошоци и зголемената сложеност на употреба. Со иновирањето треба да се работи внимателно преку стратегии и процеси, преку луѓе,

⁵⁵ Jack Ribeiro, “Financial Services in 2010 - Hallmarks of Success”, Deloitte – Global Financial Services Industry, USA, 2005, p. 17

системи и бизнис партнери, преку активирање на добри идеи кои истовремено се тешки за копирање од останатите компании, со што ќе се стекне конкурентска предност.

Графиконот подолу го покажува патот на воведување и имплицирање на иновации на производите, што може да се имплицира и за финансиските производи т.е. услуги.

Графикон 3.10. Поврзување на иновациите со растот



Извор: Deloitte Development LLC, 2005

И покрај значителното зголемување на заработките на финансиските институции кои вршат услужни дејности (за 2005 година, во Европа и во Северна Америка помеѓу 10 -13% и Азија и Латинска Америка 30-50%)⁵⁶, потребен е внимателен осврт кон иднината на употребата на услужната дејност во финансиското работење.

Моќта на финансиските пазари се покажа до таа мера што внимателноста повторно се крева на степени кои детално го анализираат секое работење и неговата оправданост. Подолу, се разгледува улогата, важноста и користењето на финансискиот маркетинг кој оди зависно или независно со развојот на финансиските пазари

⁵⁶ Jack Ribeiro, "Financial Services in 2010 - Hallmarks of Success ", Deloitte – Global Financial Services Industry, USA, 2005, p. 4

3. Финансиски маркетинг (Маркетинг за финансиски институции)

Маркетингот за финансиски институции се однесува на различни маркетинг политики на финансиските институции. За промоција на различните финансиски производи и услуги нудени од финансиските институции, неопходна е позадина од ефикасен маркетинг план.

Финансиските институции се фокусираат на практична имплементација на маркетинг методите за продажба на нивните производи и услуги. Согласно на тоа, значајно е дека финансиските институции ги користат маркетинг изворите и функциите на соодветен начин. За воведување на нов производ и негово пласирање на пазарот, финансиските институции предвид земаат повеќе фактори. Овие фактори во себе ги вклучуваат времето, степенот и композицијата на потрошувачките барања.

Вообичаено, дејностите на маркетингот за финансиски институции се категоризираат на следните видови: маркетинг истражувања и анализи, маркетинг стратегии, имплементација на планирањата, процес, проект и продажен менаџмент, лидерство и организациски менаџмент, известувања, мерења, повратна спрега и контролен систем.

За продажните цели на финансиските производи и услуги, финансиските институции често користат асистенција од различни рекламни фирми. Рекламните агенции обезбедуваат најразлични маркетинг совети и техники за голем број на банки, кредитни унии и други различни институции во доменот на финансиско услужната дејност.

Техниките кои се имплементирани за зголемување на продажбата на финансиските производи и услуги вклучува:

- Cross section продажба (накрсна продажба што означува акција или практика на продажба помеѓу или на етаблирани клиенти, пазари или продажба на додатни производи на веќепостоечки корисници или пак означува продажба на комплементарни производи) на капиталот и на производите на должничкиот пазар на капитал, како што се акции, обврзници и колателаризирани должнички обврски (Collateralized Debt Obligations CDO);

- Формулација на маркетинг планови и пазарни истражувања;
- Процена на финансиската подготвеност, препораки и олеснувања за соодветни активности;
- Супервизија на функциите и релациите со менаџерите;
- Одржување на информираност и покриеност на активностите на пазарите на капитал и корпоративните финансии;
- Советодавни и обучувачки активности.

За маркетинг на финансиските производи и услуги, многуте форми на рекламирање кои се користат го вклучуваат следново:

- корисничко медија-принт рекламирање;
- веб-банер рекламирање;
- годишни извештаи;
- лого;
- информативни брошури и каталози;
- радио рекламирање;
- постери;
- рекламирање преку печатени медиуми.

Вообичаено се забележува заеднички тренд во рекламирањето на финансиските производи кои се пуштени во промет од компанија која следи друга компанија, односно за сличен тип на производи од кои некои веќе се рекламираат на пазарот. За ваква имплементација на маркетинг инструментите, предвид треба да се има дека доходноста не трае цело време.

Финансиските инструменти (производите и услугите) се потешко допирливи и посспецифични од другите инструменти и затоа резултатите од примената на маркетинг инструментите не секогаш е веднаш видлива. Ова предизвикува одредени тешкотии за маркетинг професионалците. Затоа посебно е добро да се знае како да се креира извонредно ефективна маркетинг организација која ќе советува со и за стратегиско планирање, тактичка имплементација, промоција, која ќе дава ефективна потпора на продажбата, која ќе дава помош при стратегиското донесување на одлуките,

промоцијата во ерата на информатичките технологии и стратегиите за долгорочен успех и слично.

Графикон 3.11. Евидентни промени на финансиските пазари



Извор: Hooman Estelami, “Marketing Financial Services”, Dog Ear Publishing, USA, 2007

Структурата на финансиските пазари и на финансиските инструменти е таа што предизвикува покомплициран и повнимателен маркетинг пристап кон нив. Долго време финансиските пазари беа под поцврста финансиска регулација, која кон крајот на 80-тите години се либерализираше до одреден степен, а тоа овозможи создавање на понови и поразлични понуди на финансиските пазари. Оваа промена категоризирано беше предизвикана и реализирана од индустриска консолидација и концентрација, нови учесници, ниво на доверба на пазарите и фрагментација на корисничката база (графикон 3.11.).

Индустриската консолидација и концентрација се однесува на два аспекта. Консолидацијата е насочена на ширењето на активностите на финансиските институции. Пред дерегулацијата, на пример, банките можеа да даваат осигурувања, но не и тие да ги потпишуваат, осигурителните компании можеа да продаваат осигурителни производи, но не и да даваат депозити. Деререгулацијата изврши многу поместувања на бариери кои постоеле на и за финансиските институции. Нивото на концентрација, консолидација и интеграција во финансиската индустрија пораснало значително токму со вака извршената промена кон крајот на 80-тите години на минатиот век. Првите најдобри десет банки контролирале над пола од средствата на финансиските пазари во Америка, а првите најдобри десет компании со недвижности контролирале 40% од американскиот пазар со недвижности. Слично и со првите десет најдобри осигурителни компании, кои заземале 45% од средствата на осигурителниот

пазар. На заедничкиот пазар 80% од средствата биле држени од брокери и банки⁵⁷. Сето ова сугерира на пазарната моќ, која е концентрирана на финансиско услужни компоненти, а со тоа и на потребата на добро составен и применет маркетинг, за да се постигне долгорочен успех.

Финансиските пазари се соочуваат со многу и сè повеќе учесници, кои не се само од финансискиот сектор. Што значи дека конкуренцијата е голема, а и разновидна. На финансискиот пазар, освен услуги и производи што нудат специјализирани институции за тоа, сè повеќе се јавуваат компаниите како кредитори за своите клиенти, а со тоа тие средства ги одземаат од работата на специјализирани институции.

Фрагментираната корисничка база се однесува на разликите кои се јавуваат на нивото на употреба на одредени производи и услуги. Значи покрај многуте домаќинства кои ја користат банкарската индустрија, има такви кои воопшто немаат сметки. Потоа, покрај постоењето корисници на финансиски инструменти со високоризична задолженост, постојат и такви податоци кои кажуваат дека се зголемува и бројот на богати домаќинства. Ова, всушност, го наметнува заклучокот дека во демографијата се случуваат две насоки. Едната е движење кон богатење, а другата насока е движење кон сиромаштија. Од аспект на маркетингот токму двонизниот маркетинг стана прифатен принцип во сегментно базираниот потрошувачки маркетинг⁵⁸. Овие принципи сугерираат дека пазарот кој традиционално се состоеше од ниска, средна и висока класа се модифицира на ниска и висока класа. Потенцијалните ефекти од поларизирањето на популацијата на успешно позиционирани стратегии на финансиските институции зависи од јасноста на популацијата и нејзиниот натамошен развој. Сè повеќе популацијата се задолжува од употребата на револвинг кредити до употребата на обични кредити. Во периодот од 1992 до 2004 година употребата на кредитите се дуплирала. Обично како причина за ова се наметнале два фактора: зголемената цена на недвижнините и употребата на кредитните картички, односно недостатокот на дисциплина при користењето на средствата.

Недоверба во системот, доколку се појави, е лоша и за корисниците и за компаниите. Пример за ова е кризата од 2007 година, што предизвика комплетно менување на насоките на движење на сите финансиски учесници. Постојат мислења

⁵⁷ Hooman Estelami, "Marketing Financial Services", Dog Ear Publishing, USA, 2007, p.5

⁵⁸ Исто, стр. 4

дека секогаш за финансиските трансакции постои одредена доза на недоверба, тоа самото по себе е предизвик за маркетингот на финансиските институции.

Дерегулацијата и нејзините корекции, кои се наметнаа како неопходни поради настанатата криза од 2007 година и развојот на технологиите, се најголемите фактори што стојат исправени пред маркетинг активностите на финансиските компании. Деререгулацијата колку придонесе за создавање на институции и инструменти, толку го и отежна функционирањето на пазарите и борбата со конкуренцијата. А технологиите ставаат нов поглед и начин на примена на нови методи во работењето.

Овие методи на маркетиншко работење мораат да се вклопат во специфичноста на функционирањето и на постоењето на финансиските институции и финансиските инструменти, притоа водејќи сметка и на многуте новини кои се случија на финансиските пазари.

Финансиските пазари изобилуваат со инструменти како стрипови, страпови, свопови, различни фјучерси (конвертибилни, primes and scores и S&P), опции и многу други инструменти и варијанти на инструменти, кои се реализираат на европазарите, на хипотекарните пазари, со еден збор на финансиските пазари. Во целото тоа шаренило од инструменти и пазари, маркетингот е соочен не само со валоризирање на новите инструменти и новите стратегии, туку и со нивно дизајнирање.

Финансиските пазари се институционализирани пазари, а токму институции се оние кои се најзначајни тргувачи или сопственици на активни позиции на финансиските пазари. Некои од тие институции се транспарентни институции, како на пример заедничките фондови, а други институции, пак, како осигурителните компании и депозитните организации се нетранспарентни. Транспарентните институции преминуваат преку тривијалноста и поретко директно се рефлектираат на продажбите на малостопанствениците (на приватниот сектор). Нетранспарентните институции се обично прекриени од погледот и прегледот од учесниците и имаат слабо влијание на малопродажните сили⁵⁹. Индивидуалците, кога предвид се земат регулативните ограничувања и обврски од и кон агенциите, кои ги прават позајмувањата поскапи или ограничени се наједноставен и најтранспарентен модел на институција. Во едно такво опкружување маркетингот треба да се постави со одреден производ, цена, дистрибуција и промоција, што нормално ќе ја чини институцијата, но сето тоа треба

⁵⁹ Stephen A. Ross, "Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation", The Journal of Finance, Vol. XLIV, NO.3, July 1989, USA, p.542

да се сфати како реализирање на работата од воведувањето на производот на пазарот до одржување на истиот.

Во светот на финансиските иновации за поставката на правилна маркетинг стратегија е важно да се прави разлика не толку на ниско и високо рангирани хартии од вредност, колку на пласирани и продавани и непродавани хартии од вредност. Акциите се со низок ранг, но тие се тргувани на пазарите и се конкурентски добро позиционирани, а големите компании кои обично се и најзадолжени на финансиските пазари, односно најмногу тргуваат на нив, сакаат да купуваат или продаваат по мала ценовна диференцијација, затоа што хартиите од вредност се добро позиционирани и разбрани. Финансиските фјучерси се пример, пак, за ниско рангирани инструменти, кои се со висок ризик, се иновации, кои се развиваат во насока на ефикасност, ниски трошоци и рејтинг на добро тргуван артикл. Значи потребна е еволуција, која самата по себе чини, а развојот и успехот на инструментот зависи од способноста за стандардизирање на инструментот до степен кој резултира со често тргување на пазарот или тргување кое за почеток би било доволно да ги покрие иницијалните трошоци. Воопшто тргувањето со финансиските инструменти е интересно и недоистражено, поради што се развиваат најразлични и нови маркетинг пристапи.

Еден таков пристап е Merchant Acceleration Program (програма за забрзување на тргувањата). Со оваа програма финансиските институции можат да таргетираат специфични индустрии и нивни корисници и да им помагаат на институциите од овие индустрии во подобро опслужување на нивните потрошувачи. Оваа програма се користи со return – on – investment пресметки, маркетинг материјали кои можат да бидат брендвани од одредена банка, видео и други материјали. Во финансиската терминологија се среќава нов израз „merchant capture“, кој ја користи горенаведената програма. Merchant capture⁶⁰ е опција за давање мали депозити кои банките ги обезбедуваат на нивните бизнис клиенти за да им обезбедат на нив олеснување или погодности и заштеда на трошоците при чековни депозити остварени од нивната канцеларија или продавница.

Ова покажува дека начините на пристап до клиентите може да е најразличен и да е од најразлични страни.

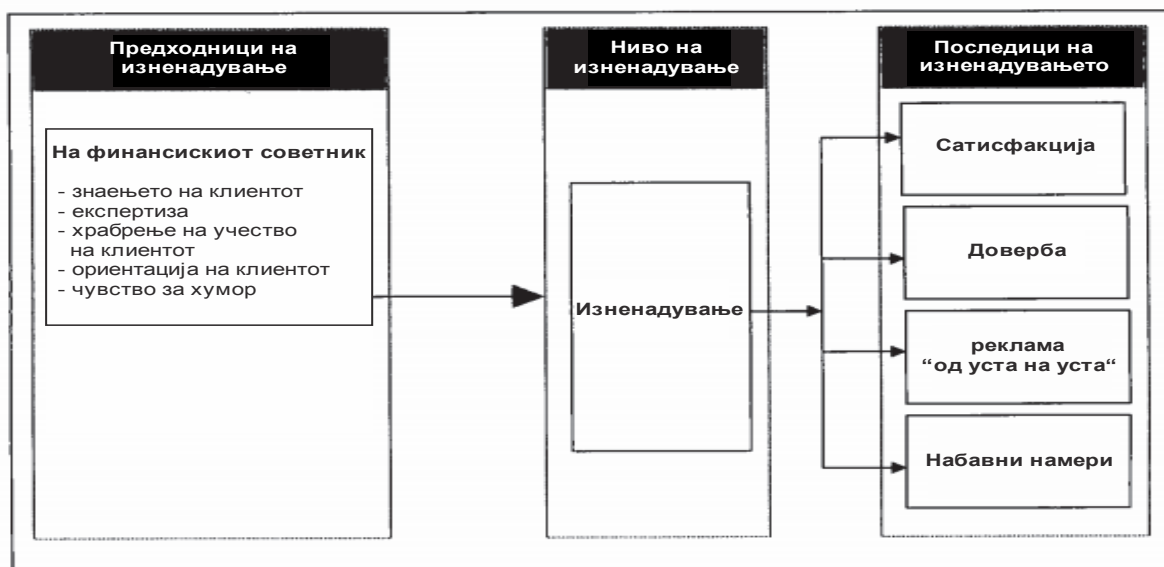
Промоцијата како една од попознатите компоненти на маркетингот може да изврши големо влијание на потрошувачките одлуки. Меѓутоа, колку нејзината

⁶⁰ „Marketing Tool Offered to Help Financial Institutions Promote Merchant Capture“, Aba Bank Marketing, December 2009

застапеност ќе е оправдана зависи од начинот на кој се користи, интензитетот со кој се користи и рочноста до кога се користи. Една рекламна активност колку што може да има позитивни ефекти, толку може да влијае и негативно, а посебно пак во светот на финансиите ако се земе предвид специфичноста на финансиските производи кои не се класични производи.

Рекламирањето може да цели кон повеќе домени од информирање, запознавање, убедување. Сите тие се реализираат со користење на повеќе методи како шега, сериозност, изненадување, емоции и слично. Подолу е прикажан графикон што го покажува патот пред и до корисникот, преку употреба на соодветна кампања која конкретно се моделира преку изненадување. Овој пат може да се сфати и воопштено од причина што претходниците и последиците во основа се исти независно кој и каков катализатор ќе се користи за нивно искористување и постигнување.

Графикон 3.12. Претходници и последици на пријатното изненадување во финансиската индустрија



Извор: Jasmin Bergeron, Jasmin Roy, Jean – Mathieu Fallu, “Pleasantly Surprising Clients : A Tactic in Relationship Marketing for Building Competitive Advantage in the Financial Services Sector”, Wiley Interscience, 2008

Ако претходно се имаат познавања за нивото на информираност на клиентите и нивното ниво на знаење, ако се користи експертиза, а овие две се насочат кон охрабрување на клиентите да партиципираат со цел да се осознае нивната ориентација

и чувство за хумор, преку одредено ниво на користење на одредено изненадување (дали како реклама, конкретен производ, услуга, иновација) може да се предизвика создавање на сатисфакција, доверба, усна реклама (усно прераскажување на предностите на одреден финансиски производ) или пак да се влијае на куповните намери.

Постигнување на крајната цел е добивање повеќе клиенти, зголемување на продажбата, задржување на постојните лимити и слично. При спроведувањето на маркетинг кампањи посебен осврт треба да се прави на потрошувачката ориентација и ориентацијата на потрошувачите, на близината до и со корисниците, чувствата и преференциите на корисниците. Најдобрата, а најевтина реклама која може да се постигне е моментот кога потрошувачите сами почнуваат да зборуваат за квалитетот и ползноста од производите. Резултатите покажуваат дека 72% од уста на уста препораките се резултат на пријатното изненадување кое го доживеале корисниците од финансиските институции⁶¹.

Важно е дека финансиските советници треба да се концентрираат на перцепцијата што ја имаат нивните потрошувачи за нивната експертиза. Ова посебно доаѓа до израз поради тоа што не се работи за обични производи, туку се работи за финансиски производи. Посебно од аспект на развојот на информатичката технологија и можноста за пристап до корисниците од различни страни. Табелата 3.4. ги покажува најмногу и најмалку прикладните канали кои се претпочитаат и самостојното прибирање и проценка на пораките, како и персонализираното обраќање во современите ИТ опкружувања.

⁶¹ Jasmin Bergeron, Jasmin Roy, Jean – Mathieu Fallu, “Pleasantly Surprising Clients : A Tactic in Relationship Marketing for Building Competitive Advantage in the Financial Services Sector”, Wiley Interscience, 2008, p. 181

Табела 3.4. Најадекватниите и најмалку адекватниите канали за преференциите и самореферентниите - персонализирани пораки

	најпреферираны содржини preference-matching content (PMC)				персонализирани информации self-referent information (SRI)			
	најадекватни		најмалку адекватни		најадекватни		најмалку адекватни	
	#	%	#	%	#	%	#	%
директна пошта	24	42	7	12	16	32	9	21
тел. повик	10	18	22	38	10	20	22	52
нормален и-мејл	15	26	13	22	2	4	9	21
и-мејл преку онлајн банкарство	8	14	16	28	22	44	2	5
Вкупно	57		58		50		42	

Извор: Anne Sunikka, Johanna Bragge, "Promotional messages in multichannel banking: Attractive or annoying?", Journal of Financial Services Marketing, 2009

Табелава е приказ од истражување извршено од Ана Шуника (Anna Sunikka) и Јоана Бреџ (Johanna Bragge). Истражувањето е прикажано во нумерички и процентни вредности. Резултатите покажуваат дека испитаниците избираат директен мејл како нивни најпригоден канал за PMC (42%). За SRI пораките, и-мејлот преку онлајн банкарство е најпригоден канал (44%). Само 14% од испитаниците го сметаат овој канал за погоден кај PMC. Значи преференциите се дивергентно различни зависно од степенот на персонализација. Како најмалку прикладни канали и во двата случаја се смета телефонскиот повик (кај PMC 38%, кај SRI 53%).

Подолу следи вербален опис (табела 3.5.) на постигнатите резултати и значењето односно интерпретацијата на дадените броеви.

Табела 3.5. Поткрепа за изборите на каналиите (PMC се преферираните содржини, SRI персонализираните информации, каде што нема ознака – се однесува на двата илти на персонализирање)

Канал	Поткрепа за најприкладните канали	Поткрепа за најмалку прикладните канали
директна пошта	<ul style="list-style-type: none"> • Флексибилност во пристапноста може да се прочита во право време кога корисникот има време да размислува • Најмалку иритира (PMC) • Персонални алтернативи (PMC) • Другите значења на контактирање се лоши (SRI) • Има инволвираност на персонално информирање (SRI) • Дobar во комбинација со други канали (SRI) 	<ul style="list-style-type: none"> • Многу генерално (PMC) • Може да се фрли (PMC) • Премногу е лично и информациите не се прикладни за маркетинг писма (SRI) • Директно се фрла (SRI)
тел. повик	<ul style="list-style-type: none"> • Можност за дискусија и поставување на прашања • Чувствителни информации можат да бидат дискутирано само преку телефон или лично (SRI) 	<ul style="list-style-type: none"> • Сите продажби преку телефон се иритирачки • Телефонските повици секогаш доаѓаат во погрешно време • Не е возможно да се решиш преку телефон • Не можеш да провериш од каде и од кој доаѓа повикот • Телефонскиот маркетинг не е пригоден за банки (PMC)
нормален и-мејл	<ul style="list-style-type: none"> • Флексибилност во пристапноста може да се прочита во право време кога корисникот има време да размислува • Лесно да се избрише (PMC) • Пријателски насочено 	<ul style="list-style-type: none"> • Најнесигурен канал • Непригоден канал за банкарски маркетинг (PMC) • Не се читаат мејловите регуларно (PMC) • Мејловите одат директно во spam фолдерот (SRI)

	(PMS) <ul style="list-style-type: none"> • Лесно може да се контактира испраќачот на мејлот (PMS) • Дobar во комбинација со други канали како на пример со телефонот (PMS) • Полесно е да не се направи ништо (SRI) 	<ul style="list-style-type: none"> • Не треба да има нелични информации на мејл (SRI)
и-мејл преку онлајн банкарство	<ul style="list-style-type: none"> • Кога веќе се користи онлајн банкарство има простор за маркетинг пораки • Се читаат пораките, ако не се многу (SRI) • Безбеден канал за персонални пораки (SRI) • Лесно да се избрише 	<ul style="list-style-type: none"> • Не се читаат пораки од онлајн банкарство

Извор: Anne Sunikka, Johanna Bragge, “Promotional messages in multichannel banking: Atractive or annoying?”, Journal of Financial Services Marketing, 2009

Анализата оди понатаму, во насока на разгледување на начинот на информирање (реклама или информативен потрошувачки сервис) согласно со типот на персонализација.

Табела 3.6. Матрица на персонализираны пораки

Тип на мрежа на персонализација	Тип на порака	
	реклама	информативен потрошувачки центар
Персонализација со целее кон она што се преферира	2. игнорирање или иритација ако пораката не пристига како релевантна	4. најчесто прифатена и ценета
Самореферентна персонализација	1. најчесто неприфатена, здодевна	3. забележана и прифатена ако нема голема чувствителност

Извор: Anne Sunikka, Johanna Bragge, “Promotional messages in multichannel banking: Atractive or annoying?”, Journal of Financial Services Marketing, 2009

Според оваа матрица, најдобро е користење на персонализација со целее кон она што се преферира во комбинација со информативен потрошувачки центар. Рекламите не се покажуваат како добар маркетиншки момент.

Ако се појде од потрошувачите, за финансиските институции е многу добро ако успеат да ги предвидат и перцепираат потрошувачките аспирации, намери и потреби. Вообичаено, сегментот на младите потрошувачи во финансискиот сектор (под 35 години) има тенденција да користи производи наменети за станбени набавки. Сегментот на потрошувачи помеѓу 35 и 55 години е насочен кон политики на штедење, а делумно и со воведување кон пензиските производи. Потрошувачите над 55 години користат и покажуваат интерес за пософистицирно финансиско однесување, вклучувајќи и инвестициски производи⁶². Кон потрошувачите важно е да се пристапува согласно со сегментацијата на пазарот и однесувањето при купувањето, а притоа да се има предвид одржувањето на информациите и позитивното искуство подолго време во нивната меморија. Спектарот кон потрошувачот треба секогаш да биде отворен. Многу значајно е да се одржуваат и задржуваат постоечките потрошувачи, но исто така значајно е да не се преминува пред потенцијалните корисници, макар и ако тие денес изгледаат дека се вон целната група. Некој ако денеска е непрофитабилен, не значи дека утре нема да биде.

Постојат и мислења дека за успешност на маркетинг истражувањата наместо да се користат демографски податоци подобро е да се користат податоци за потрошувачката (видот и нивото). Така, како што покажува графиконот подолу, да се согледаат информациите од него и да се насочи маркетингот на финансиската институција.

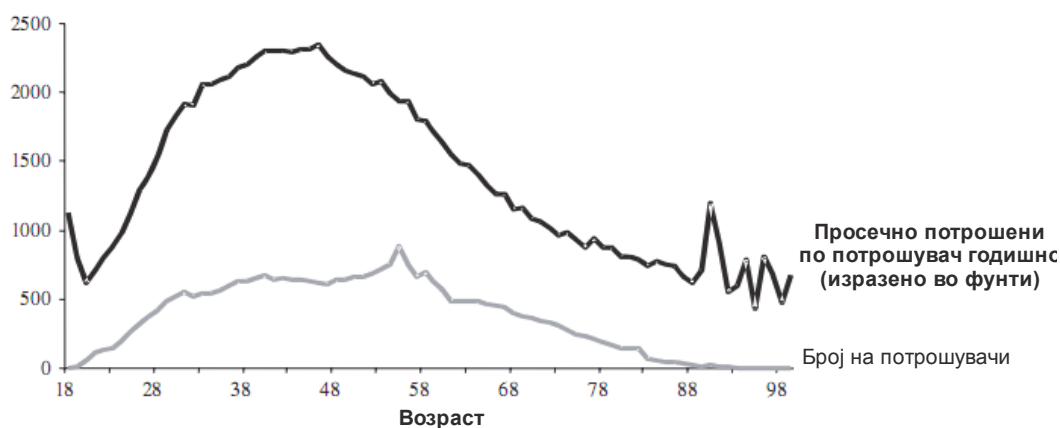
⁶² Maria Teresa Salazar, Tina Harrison, Jake Ansell, "An approach for the identification of cross – sell and up – sell opportunities using a financial services customer database", Journal of Financial Services marketing Vol. 12, 2 115-131, 2008, p. 126

Графикон 3.13. Фреквенција на користење на дебитни канали до 2007 година



Извор: Maria Teresa Salazar, Tina Harrison, Jake Ansell, “An approach for the identification of cross – sell and up – sell opportunities using a financial services customer database”, Journal of Financial Services marketing Vol. 12, 2 115-131, 2008

Графикон 3.14. Возрасна дистрибуција на примерок од 300.000



Извор: Maria Teresa Salazar, Tina Harrison, Jake Ansell, “An approach for the identification of cross – sell and up – sell opportunities using a financial services customer database”, Journal of Financial Services marketing Vol. 12, 2 115-131, 2008

Графиконот 3.14. ја покажува возрасната дистрибуција и разгледува две варијабли, бројот на потрошувачи и просечните трошоци по потрошувач на годишно ниво. Целта на претходно прикажаните графикони (3.13. и 3.14.) не е да покажат некои нумерички податоци, туку да покажат поинаква форма на испитување на пазарот врз

база на која можат да се насочат маркетинг активностите. Разгледувањето на повеќе и различни варијабли преку ставање во корелација, а потоа извлекување на заклучоци може многу да придонесе за донесување на правилни одлуки кои ќе ги остварат потрошувачките желби и очекувања.

Сепак, некои автори стојат и на мислењата дека просечно инвеститорите не се однесуваат како приемчиви кон ризикот и хетерогеноста во очекувањата е повеќе проблем отколку предност⁶³. Кога се цели кон остварување профит од потенцијални нови финансиски инструменти, неопходно е да се детерминира дистрибуцијата на преференциите за овој инструмент меѓу можните купувачи, а посебно предвид да се има можноста за cross – section на инвеститорите и нивните преференции наспроти нов воведен финансиски инструменти.

Маркетингот за финансиските институции се покажува како покомплексна дејност поради специфичноста на финансиските понуди, како производи. Финансиските понуди (добра или услуги) се поразлични од класичните производи кои се опипливи и полесно сфатливи за корисниците. Финансиските производи се наменети за широк спектар на корисници од граѓани, претпријатија и институции, до држави. Сепак, најголемите тргувања ги врши приватниот сектор, ама во корелација со средства од домаќинствата или државите. Согласно со широкиот спектар на можни тргувања и сегменти на потрошувачи, финансискиот маркетинг треба да се сконцентрира на соодветната целна група. Не е сè исто дали потрошувач е една фамилија или потрошувач е едно претпријатие.

Маркетингот воопшто не смее да се запоставува во комплетната негова форма, не само како рекламен момент. Не смее да се запоставува од причина што финансиските пазари се соочени со многу нови инструменти, со нов пристап, корисничко насочен. На финансиските пазари конкуренцијата е спектрална и доаѓа како од специјализирани финансиски институции, така и од други форми на претпријатија. Сето ова надополнето со дерегулации, регулации, норми и правила, промени, кризи, можност за широки импликации предизвикува финансискиот маркетинг да има посебни пат на реализирање на своите цели. Вложувањето на средствата и давањето на истите некој друг да располага со нив ни од далеку не е

⁶³ Wolfgang Breuer, Guido Hauten, Claudia Kreuz, „Financial instruments with sports betting components: Marketing gimmick or a domain for behavioral finance?“, Elsevier Journal of Banking & Finance 33, 2009, p. 2251

едноставна работа. Затоа начинот на работење на финансиските институции и нивото на доверба во нив се од примарно значење. Ефектите од недовербата во една институција на финансискиот пазар може да се одрази на многу други финансиски институции или дури на цели сегменти, па и пазари.

Ако како стартно се земе дефинирањето на маркетингот како наука и вештина за остварување на потрошувачките интереси, а по тоа, остварување на профит, специјализирано во финансискиот домен заклучокот би бил дека финансискиот маркетинг е ставен пред многу потешка активност од што се претпоставува.

По тековните случувања на финансиските пазари, некои економски списанија излегуваат со став дека потрошувачите се срамаат јавно да го покажуваат своето богатство, а тогаш работа е на маркетингот да ја поттикне незабележливата форма на тргување⁶⁴.

Сите овие форми на современото опкружување покажуваат нови насоки и пристапи. Под современо се подразбира она што го овозможува глобализацијата и техничко-технолошкиот развој, но и она што тековно се случува на финансиските пазари.

Светот на електронското тргување се прошири во димензии на активности кои порано не биле замисливи, а не пак да стане збор за остварливи. Финансискиот свет е сè повеќе услужно ориентиран, а маркетингот добива понова и поразлична улога од онаа што класично ја има.

Е-финансиите се разгрануваат на повеќе варијанти, кои ги користат скоро сите форми на финансиски институции. Услужната дејност го има корисникот како цел, а борбата на финансискиот пазар и место на него се добива сè повеќе преку стратегии кои се корисничко услужно ориентирани. Финансискиот маркетинг е соочен со тежина поради пресвртот кој се случи 2007 година и состојбите на пазарот кои сега бараат ново однесување и нова доверба.

⁶⁴ Rance Crain, "Inconspicuous consumption will motivate consumers in next decade", Advertising Age; 1/4/2010, Vol. 81 Issue 1, p.12

4 дел

*ФИНАНСИСКИТЕ ИНОВАЦИИ КАКО
ПРЕДИЗВИК ПРЕД ФИНАНСИСКИТЕ
ИНСТИТУЦИИ И ФИНАНСИСКОТО
РАБОТЕЊЕ*

4 ДЕЛ – ФИНАНСИСКИТЕ ИНОВАЦИИ КАКО ПРЕДИЗВИК ПРЕД ФИНАНСИСКИТЕ ИНСТИТУЦИИ И ФИНАНСИСКОТО РАБОТЕЊЕ

Создавањето на финансиски иновации наметнува или олеснува ново финансиско работење.

Финансиските институции и финансиското работење се соочени со неколку ризици. Варијациите на каматните стапки и нивната предвидливост е еден од тие ризици познат како каматен ризик. Друг ризик е ликвидносниот ризик, како опасност исплатите и наплатите да не можат да бидат извршени поради непоседувањето ликвидни средства. Трет ризик е кредитниот ризик, кој е сличен на ликвидносниот. Сличен не значи ист. Станува збор за ризик должникот да не може да ги исплати своите обврски (од причина како банкротирање, загуба и слично).

За да се заштитат од различните ризици пред кои се соочени финансиските институции, се создаваат инструменти, норми и правила, стратегии.

За заштита од каматниот ризик финансиските институции имаат можност да се служат со фјучерси, опции, заеми со променливи камати, каматни свопови. За да се заштитат од ликвидносниот ризик се одредуваат стриктни нивоа на држење на резерви, стратегии за раководење со средствата и обврските. За заштитување од кредитниот ризик на располагање на финансиските институции и финансиското работење им стојат портфолио диверзификацијата, анализите на кредитниот ризик, надгледувања и долгорочни врски⁶⁵.

Финансиските иновации се создаваат како резултат на современото финансиско опкружување, но и како одговор или решение на заштита од конкуренцијата и заштита од различните ризици кои се создаваат во тоа современо работење.

Поради тоа, овој дел ја опфаќа анализата на финансиските иновации како предизвик пред финансиските институции, селектирано, како банки (депозитни институции), така и на останатите финансиски институции. Анализата оди во насока на согледување на тоа кои нови инструменти и методи се користат во работењето.

⁶⁵ Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции“, Економски факултет, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Скопје, 2009, стр. 296

Надополнето на ова потребно е да се направи преглед на новите насоки кои следуваат во светот на финансиите и иднината на финансиското работење со финансиските иновации.

1. Импlications на финансискиите иновации врз банкарскиот сектор

Банките и воопшто депозитните институции го држат поголемиот дел од финансискиот пазар. Од таа причина конкретизирањето на анализата во овој домен е неопходна.

Депозитните институции користат многу нови инструменти и нови методи на работење со кои одговараат на современите текови, но од друга страна пак се водени кон одредени измени во работењето кои одговараат на финансиските иновации и нивните потреби.

1.1. Примена на нови финансиски инструменти во банкарското работење

Како лидери на финансискиот пазар со најголемо учество на пазарот се застапени депозитните институции, конкретизирано, тоа се комерцијалните банки.

Комерцијалните банки како институции се здобиваат со средства преку повеќе начини, односно преку повеќе инструменти. Во основа тоа се депозити кои можат да бидат трансакциски и нетрансакциски. Во трансакциски влегуваат чековните сметки и дебитните картички, а во нетрансакциски се штедните депозити (штедните книшки) и временските депозити. Покрај со депозитите, банките со средства може да се обезбедат преку позајмување средства од останати банки, централни банки, државата, па и од нефинансиски корпорации, а секако да не се заборави дека на располагање им стои и банкарскиот капитал.

Своите средства, банките ги користат за одредени цели и за остварување профитабилност. Многу банки настојуваат да ја искористат својата природна предност – поседувањето на супериорни информации за нивните клиенти – за остварување на високи профити.

За остварување на овие цели тие најчесто калкулираат на нивото и односот депозити – заеми. Заемите се главна категорија на инвестиции за комерцијалните банки.

Сепак, сè почесто банките се користат и со хартиите од вредност кои се јавуваат и на страната на активата и на страната на пасивата во банкарските биланси. Односно, банките се ставени пред предизвикот наречен финансиски инженеринг, кој означува систематски пристап на финансиските институции со цел да се пронајдат подобри решенија за потребите на нивните клиенти (или за потребите на институциите).

Промените од средината на минатиот век, кои се претставија како промени во даночните прописи, промени во технологијата, промени во каматните стапки, девизните курсеви, промените во економските активности, регулативните правила, па и промените во економските теоретски, односно научни откритија придонесоа рапидно брзи менувања на финансискиот пазар.

Како резултат на ова се создадоа различните форми на позајмувања кои ги користат банките при своето работење. Се создадоа нови инструменти.

Општо земено, повеќето нови инструменти се модели или варијанти на веќе постоечките.

Всушност, целата насока е профитирање од секоја можност и претворање на секој неликвиден финансиски инструмент во ликвиден. Овој процес е познат како секјуритизација. Секјуритизацијата не само што создава нови инструменти, туку влијае и на нивото на заштитеност од различните форми на ризик (кредитен, каматен, ликвидносен). Чекорите, односно развојот на секјуритизацијата бележи неколку позначајни датуми, кои се толкувани како проширување на финансиската технологија, а се однесуваат на секјуритизацијата⁶⁶:

- **1970 год.** како напор да се зголеми пристапноста до заемите за домаќинставата и за станбените заеми (home loans), Gunnie Mae - државно претпријатие ги издало првите обврзници загарантирани со интегрирање и градење на фондови од хипотеки;
- **1977 год.** Salomon Brothers и Централната банка на Америка ја продавале првата приватна хартија од вредност која е загарантирана со хипотека, за ова, на ваквите видови продажби, им требало да поминат три години за да ги следат инвеститорите;
- **1983 год.** Freddie Mac ја издале првата колатерализирана хипотекарна обврска (CMO – collateralized mortgage obligation), што претставува

⁶⁶ Barbara Kiviat, "Sunk by Securitization", Time south Pacific (Australia/New Zealand edition), 2009, p. 3

покомплицирана структура која им дозволува на инвеститорите да ги употребуваат фондовите со ниво на ризичност колкаво тие сакаат.

- **1985 год.** Банкарите од Инвестициската банка First Boston ѝ помогнале на фирмата за електроника Sperry компјутерски да продадат обврзници поткрепени со секјуритизација на средствата, а не со хипотеки.
- **1986 год.** Побарувањата на Salomon Brothers достигнале ниво од 50 милиони долари (преку кредитни картички) за Bank One, со тоа задавајќи му удар на поголемиот сегмент од пазарот на хартии од вредност вклучително што потпомогнала и олабавување (зголемување) на потрошувачката.
- **1986 год.** GMAC и First Boston понудуваат секјуритизација на автомобилските заеми со понуда од 4 милијарди долари.
- **1997 год.** Во еден од најголемите предизвици на обврзниците при катастрофи (catastrophe bonds), осигурувачот USAA поминал преку ризикот на ураганските загуби на инвеститорите; во настанот на најголемата катастрофа, главните отплати дошле од хартиите од вредност.
- **2006 год.** Германската централна банка ја организирила првата секјуритизација на микрофинансиски заеми, издадени од бугарската ProCredit Bank. Во тие месеци Citibank склучил сличен договор со бангладешката BRAC, една од најстарите и најраспространети микрофинансиски опрема.

Сето ова покажува на една историја од 40-тина години, во која се согледува пат на процеси кои се либерализирање на финансиските трансакции. Ваквите трансакции се проследени со инструменти кои вклучуваат повеќе институции. Затоа е тешко да се ограничи дефинирањето на инструментите во еден домен.

Ако се навратам на поднасловот – примена на нови инструменти во банкарското работење, неминовно е споменување на инструментите кои макар и делумно го зафаќаат банкарскиот сектор. Секјуритизацијата и финансиските иновации со финансиските деривати се само дел од функционирањето на банките. Покрај овие финансиски инструменти во комерцијално банкарското работење се среќаваат класични инструменти. Овие инструменти се депозитите – орочени и неорочени,

дебитните картички, електронските пари, електронските чекови и банкарските заеми – заем со пречекорување, личен, хипотекарен, кредитни картички, кредитните линии, рочни заеми, кредити на почек, револвинг кредити. Ако се навлезе во многуте модалитети на овие инструменти се соочуваме со спектар од алтернативи и специфицирани инструменти кои се разликуваат според намената, рочноста, начинот на исплата. Ваквите инструменти се создавани низ времето од причина што пазарот барал одговор на конкуренцијата и излегување во пресрет на своите клиенти и нивните специфични потреби. Од таа причина денеска постои и т.н. домашно банкарство.

Покрај депозитите и заемите како класични банкарски инструменти, во банкарското работење сè повеќе се застапени финансиските деривати.

Финансиските деривати претставуваат инструменти чиешто работење е базирано на работата на некој друг инструмент или на движењето на каматните стапки и флукуирањето на девизните курсеви. Тие инструменти се: терминските договори, своповите, фјучерските договори и опциите. Дериватите се најдобар репрезент на тоа што означува секјуритизацијата и како таа функционира. Дури и дериватите, иако се релативно нов инструмент на финансискиот пазар, во текот на таа историја имаат развиено нови форми и модалитети на примена и употреба.

Како посебна форма на инструменти со која се користат, посебно, финансиските посредници, а од одредени причини, како ниво на ризичност, транспарентност, фер објава на податоци и слично некои автори ја разгледуваат како засебна целина, се неликвидните финансиски инструменти. Во неликвидни финансиски инструменти се вбројуваат банкарските обврзници, осигурителните полиси и over – the - counter OTC дериватите⁶⁷.

Како крајна форма на финансиски инструмент кој се применува во комерцијално банкарското работење мора да се напоменат услугите што ги нудат овие институции, како советодавни, така и услуги на домен на пристапност.

Од сите горенаведени форми на инструменти кои се користат во банкарството како нови, а сепак базични за понатамошни варијации се финансиските деривати.

Терминските договори се договори за идна реализација на некое тргување кои се кројат според потребите на двете страни, но се окарактеризирани со недоволна

⁶⁷ Business Source Premier, “Illiquid financial instruments”, International Financial Law Review, April 2009, p.1

ликвидност. Недоволната ликвидност им се припишува поради тежината за изнаоѓање на партнер со исти потреби и барања. Поради својата неформалност при склучување на терминскиот договор, постои опасност од неплаќање. Во основа терминските договори се каматни или девизни, што значи можат да се употребат за заштита од каматните промени и девизните флукутирања.

Слични на терминските договори се своповите, кои се појавиле во 1981 година. И тие гарантираат размена на некој инструмент на некој иден датум, а се разликуваат од терминскиот договор по тоа што размената е само на нето трансферот и условите за тргување не се однапред определени, туку варираат со движењата на каматните стапки, девизните курсеви и други идни цени. Обично кај ваквите договори едната страна е поврзана со фиксена каматна стапка, а другата страна со варијабилна камата. Тие можат да бидат каматни или девизни. При тргувањето со нив е важен кредитниот рејтинг и можат да се појават со посредник, кој обично е некоја банка која работи за провизија.

Терминските договори и своповите се нестандардизирани договори. За разлика од нив фјучерс, договорите и опциите се стандардизирани договори.

Фјучерс договорите покрај што се официјализирани договори, се реализираат со помош на функционирањето на фјучерс берзите. Поради ова, овие договори се сметаат за помалку ризични, но кај нив заработката или загубата може да биде неограничена.

Опциите можат да се јават во две форми – куповни или продажни. Она што ги разликува од останатите деривати е овозможувањето на можност за купување или продавање. Со опциите се определува цената. Добивката или загубата од опциите е ограничена зависно од премијата која се определува пред склучувањето на договорот.

Подетален опис, финансиските деривати, имаат во првиот дел, потточка 2.2., но нивното потсетување овде е заради начинот на кој тие се користат и како тие им користат на банките. По своите карактеристики и реагирање на пазарот, терминските договори се слични со продажните опции, фјучерсите се слични со куповните опции. Своп договорите не може да се категоризираат со некоја сличност со другите инструменти од причина што нивното реагирање на каматните стапки односно на

промените на цените не е условено од тоа дали страната е купувач или продавач, туку од тоа дали страната е поврзана за фиксна или за варијабилна каматна стапка.

Ваквите сличности или разлики на инструментите им овозможуваат на нивните корисници да калкулираат со ризикот, односно да го минимизираат. Со тоа што инструментите различно реагираат на пазарните промени, инструментите обезбедени со различни деривати се заштитени од евентуалните пазарни нарушувања, промашувања, изненадувања.

Посебно имајќи ја предвид можноста за портфолио инвестирање, а од друга страна потребата за заштита од различните ризици, заради тоа што нивото на капитал е значаен и поради законските ограничувања, но и поради работните ангажмани, банкарите можат некои трансакции да ги обезбедат со термински договор, а други со фјучерс договор (кога заземаат позиција од една страна, на пример како продавачи) или пак некои со продажни, а други со куповни опции.

Постоењето на различните инструменти од класични, па до оние кои се резултат на секјуритизацијата, односно на финансискиот инженеринг, како и постоењето на финансиските текови и современото опкружување на економскиот систем, предизвикуваат постоење на нови методи во работењето на банкарскиот сектор. Тековните случувања на финансиските пазари, од неодамнешно поминатата криза, до тоа дали таа уште се одразува, како се одразува и што понатаму, предизвикуваат поставување на поинакво работење на банкарските институции во кои се бара поголема контрола, стриктност, а сепак следење на технолошкиот напредок и воведување на новини.

1.2. Примена на нови методи во работењето на банкарскиот сектор

Како банките работат и кон што ги насочуваат своите активности е цел на анализа на овој дел. Целокупниот развој кој го следи општеството влијае на методот и начинот на работа на банкарскиот сектор. Како фактор кој изврши огромно влијание на методот и начинот на работа на банките е кризата која го зафати економскиот сектор во 2007 година и сè уште врши влијанија врз банките, нивното работење и опстојување.

„Американската Федерална корпорација за осигурување на депозитите (ФДЦИ) затвори седум банки во оваа држава. Високата стапка на невработеноста и ризичните

заеми и понатаму го притискаат банкарскиот сектор во САД. Со последните банкротирања, бројот на пропаднати банки во 2010 година се искачи на 37. Минатата година во САД беа затворени 140 банки. Последните седум затворени банки, од кои најголема беше Адвант банката во Јута, имале околу 247.000 долари неосигурени депозити. Финансиските експерти предупредуваат дека ако затворањето на банките продолжи со сегашното темпо до крајот на годината (2010 година) ќе згаснат 365 банкарски институции. ФДЦИ прогнозира дека целокупните трошоци за чистење на американскиот банкарски пазар во периодот од 2009 до 2013 година ќе изнесуваат 100 милијарди долари.⁶⁸

Овој натпис не е само приказ на една (тековна) ситуација, туку станува збор и за посочување на начинот на работење на финансиските институции. Во натписот се споменуваат ризичните заеми и неосигурените депозити. Сето ова е поврзано со пропаѓање на институции, кои за жал со себе повлекуваат потреси на повеќе економски сегменти и имаат голем придонес во зголемувањето на невработеноста. Се проценува дека кризата и ефектите од неа и по неа до 2010 година зеле околу 16 милиони работни места (според Меѓународната организација на трудот).

Сите овие податоци кажуваат дека методот на работење на банкарските институции бил ризичен. Поради тоа денес се вршат промени во методите на работење на банкарски институции, како и промени при мерењето и рангирањето на истите.

Рејтинг агенциите се оттргаат од историските методи на одредување на банкарските рејтинзи, како одговор на американските капитални вбризгувања и случувања, како и поради новите тактики кои ги применуваат банките.

Tier 1 и Tier 2⁶⁹ банкарскиот капитал се помалку важни за рејтинг агенциите, отколку што беше пред одредено време. Поради нарушувањата на средствата и капиталот и поради обезбедувањето на средства преку програмата за повремено

⁶⁸ „Забрзано се затвораат банките во САД“, Дневник, 22.3.2010 г.

⁶⁹ Tier 1 капиталот е главната мерка за финансиската јачина на банките, гледано од регулаторен аспект. Овој капитал го сочинува главниот капитал составен од обични акции, резервите (или задржаната добивка), но исто може да вклучува и некумулативни и неоткупливи преференцијални акции.

Tier 2 капиталот е мерка за банкарската јачина со осврт на втората мошне значајна форма на финансиски капитал, гледано од регулаторен аспект. Овој капитал е составен од така наречен суплементарен капитал кој е категоризиран како резерви, ревалоризираните резерви, генерални провизии, хибридни инструменти и субординираните долгови.

Формите на банкарскиот капитал подетално се дефинирани со Базел 1, донесени од базелскиот комитет за банкарска супервизија. Овие форми останале непроменети од Базел 2.

Националните регулатори од многу земји ги имаат имплементирано овие стандарди во локалните законски рамки. Теоретската оправданост за држење на ваков капитал е потребата од заштита при неочекувани потреси и загуби, со забелешка дека очекуваните загуби, банките треба да ги покриваат со провизиите, резервите и тековните профити.

надгледување на средствата (Temporary Asset Relief Programme), пазарите се повеќе се свртени кон TCE (total common equity) стапките, за преку нив да ја согледуваат цврстината и стабилноста на банките и нивното работење. Како одговор на ова банките ги зголемуваат алтернативните форми на капитал за да го потврдат својот ранг.

Многу од банките работат на редуцирање на Tier 2, на зголемување на Tier 1 и најмногу на зголемување на TCE. Тие го менуваат својот фокус за зголемување на капиталот преку алтернативни методи, како што се понудите на девизниот пазар, стратегиски одземања и должнички откупувања. Големите банки сè уште можат да нудат обични акции common stock, но тие понуди треба да бидат многу дисконтирани⁷⁰. Банките се соочени со согледување како да го зголемат капиталот, а да останат во рамките на регулаторните барања, подобрување на своите рејтинг профил и остварување на пазарните цели и барања. Традиционалниот пазар на капитал и Tier 1 се покажуваат како многу тешки за многу финансиски институции.

TCE односот е обичниот капитал, минус нето вредноста на нематеријалните средства и гудвилот на соодветната (префрлена) одложена даночна обврска.

Рејтинг агенциите покажуваат дека банките додале хибридни капитални кредити, кои достигнуваат 25%, а сето ова е заради детерминирањето на TCE. Tier 1 сè уште се смета за значаен показател, поради тоа што станува збор за капитално регулирана стапка на капиталот, но TCE добива на значење поради тоа што дава повеќе информации за квалитетот на банкарските капитални нивоа. Аналитичари од англискиот банкарски тим на Moody's изјавуваат дека: „Овие два показатели се тие кои се вклучени во нашите картици за одредување на банкарската финансиска јачина, тие се наш примарен аналитички алат кога се вршат евалуации на банките“⁷¹. Рејтинг агенциите во своето работење почнуваат да ги вклучуваат хибридните инструменти, прескокнатите купони, национализацијата, присилните девизни размени. Значи се разгледуваат сите компоненти, дури и оние кои изгледаат дека не се загрозени, а сепак во свои рамки поседуваат хибридни инструменти. Ова е вака поради тоа што, хибридните финансиски инструменти се ризични сами по себе и тоа треба да се гледа независно од јачината и цврстината на банките. Со тоа што банката поседува и се користи со вакви инструменти, независно од својот рејтинг, таа е подложена на ризик.

⁷⁰ Kyle Siskey, “Changing their ways”, International Financial Law Review, May 2009, p. 34

⁷¹ исто

Пред и на почетокот на последната криза, кредитните рејтинг агенции не биле толку фокусирани на систематскиот ризик кој се пренесува и преку хибридните инструменти. Ваквиот пристап се променил по пропаѓањето на Lehmann Brothers.

Чудна е ситуацијата со методите на банките кои ги применувале поради новите инструменти, затоа што кога владите истапија за да ги заштитат институциите, рејтинг агенциите ја одбија нивната пракса да ги анализираат подлабоко методите на рангирање на хибридните инструменти.

По објавувањето на намерите на владите да ги проверуваат способностите на банките за прифаќање и одржување на Tarp фондовите преку т.н. стрес тестови, нивото на резултати од нив станал исто толку значаен и важен при рангирањето на институциите. Пред банките како нов предизвик по ова рангирање се увидени проблемите во доменот на кредитирање на стари лица, односно во доменот на животниот век (сепак тоа влијание за период од две години може да одрази само до две нивоа подолу во рангирањето⁷²).

Стрес тестот има поголем удел во резултати кои се вршат од Moody's, отколку што има одраз на адекватноста на капиталот или на ликвидноста.

Разгледувањето на нивото на имплементирање на стрес тестовите во показателите оди и преку анализи за тоа дека стрес тестот и долгорочните фактори и показатели на квалитет може да ја маскираат краткорочната стрес слика и сликата од минатото, а со тоа да овозможи превенција на банките од бенифицирање од нивните други квалитативни јаки страни. Ваквото рангирање овозможува само примарно согледување на можната загуба при користењето на хибридните инструменти, кое е надвор од согледувањата за ликвидноста. Ако можат да бидат фиксирани загубите од користењето на хибридните инструменти, тогаш предвид треба да се земаат и можните добивки од истите тие инструменти.

Непредвидливост на настаните може да има и поради вонбилансните средства. Од таа причина и тие се предмет на стрес тестови.

Целиот метод за реализирање на работата на банките е насочен и во тоа што банките не размислуваат само за тоа дали инструментите ќе донесат загуба, туку и за тоа дали воопшто ќе обезбедат средства. Ваквиот проблем кој стои пред банките ја отежнува нивната работа, нивните одлуки и ризичноста.

⁷² Kyle Siskey, "Changing their ways", International Financial Law Review, May 2009, p. 34

Поради ефектите кои банките, како финансиски посредници, можат да ги пренесат на целокупниот економски систем, овие институции се под контролата на централните банки. Методите кои ги спроведуваат централните банки влијаат на работата и на методите што ќе ги користат комерцијалните банки. Тековните случувања влијаат и во оваа насока, така што старите методи кои ги применуваа централните банки кога во прашање беа комерцијалните не се веќе во употреба, односно и тие се менуваат.

Во последната година само централната банка на Америка потроши милијарди долари за да го спаси финансискиот пазар и да заштити од рецесија, која имаше голем потенцијал да премине во депресија. По знаците, кои се покажуваат секако надолното со помош и од стимулативните пакети, ваквата мерка се покажува како успешна. Кредитните текови се подобруваат, а економиите се во пораст повторно. Сепак, неконвенционалното олеснување бара неконвенционално затегање. Старите модели кои ги применуваа централните банки не се покажаа како согласни и способни за задачите и барањата, а последиците од недобрите проценки, се уште поголеми. Деновите кога беше лесно и едноставно да се одлучи кога и колку да се покачат каматните стапки се минато. Во времиња како денешните, од централните банки се бара да создадат дузина на зајмувања и програми за поддршка на пазарите. Банките мораа да насочуваат огромни суми на средства во зголемување на резервите кои се додаваат во системот или пак го намалуваат инфлаторниот притисок. Креирачите на политики денес се соочуваат со две таргетни стапки: традиционалната стапка за зајмувања преку ноќ помеѓу банките и нова стапка која е каматната стапка што централните банки ја исплаќаат за средствата кои банките ги држат кај неа⁷³.

Тајмингот и деталите се двата најзначајни елементи на методите кои централните банки ќе ги спроведуваат, а кои треба да одговорат на тековните настани. Прв чекор е подготовките на пазарите за промени, посебно во политиките на извештаите на одборите. Конкретно, централната банка на Америка мора некогаш да престане со олеснувањата за целата ситуацијата да не добие обратна насока и подобрувањата да ги насочи повторно кон влошувања.

За ова, инструмент кој американската централна банка планира да го употреби е продажба на хартии од вредност и тоа на т.н. reverse repurchase agreements (спогодби на повторен откуп). Банките ги купуваат овие хартии од вредност во замена на нивниот

⁷³ James C. Cooper, "The FED: a Whole New Playbook for Tightening", BusinessWeek; 11/16/2009, Issue 4155, p. 22

вишок на готовина, земајќи со тоа од средствата во системот кои можат да бидат позајмувани. Според некои експерти овие продажби иницијално нема да влијаат и да бидат вклучени во порастот на традиционалните таргетирани стапки од централната банка, кои сега се движат меѓу 0% и 0.25%⁷⁴.

Тајмингот, односно времето кога нешто ќе се примени, во економските принципи и закони е многу значаен. Постојат две гледишта на однесување. Според едното – такви кои не брзаат да извршат затегнување и провладуваат, а покажуваат на огромниот застој во економијата, кој пак притиска на величините и цените и го одржуваат ризикот од дефлација. И другото – кое врши мерења на употребата и способноста на работниците, кои пак мерења можат да доведат до недоразбирање за вредноста на застојот, како што беше случај во 70-тите години на минатиот век.⁷⁵ Постојат загрижувања дека очекувано лесната политика би можела да влијае на очекувањата за поголема инфлација, кои е тешко да се избришат кога веќе еднаш се интегрираат во бизнис и потрошувачкото однесување.

Влијанието на однесувањето на потрошувачите, како и влијанието на очекувањата можат да извршат многу голем удел во методите на работење кои ги користат банките.

Под оваа потточка, може да се спомене и работата на банкарските институции под импресии и влијанија на технолошкиот напредок. Методите од тој аспект кои банките ги применуваат се насочени кон привлекување повеќе потрошувачи со најразлични и најмодифицирани инструменти. Но, и во овој домен настана стагнирање, поради кризата од 2007 година, која покажа дека лабавата политика и недобрата контрола и супервизија на корисниците на банкарските услуги предизвика толку големи потреси. Од таа причина се враќаат во употреба мерките за контрола на ликвидноста, солветноста, односно платежната способност на барателите на заеми.

⁷⁴ James C. Cooper, “The FED: a Whole New Playbook for Tightening”, BusinessWeek; 11/16/2009, Issue 4155, p. 22

⁷⁵ Исто

2. Импlications на финансиските иновации врз небанкарскиот сектор

Финансискиот систем го сочинуваат институции кои вообичаено се категоризираат како депозитни и недепозитни. Во депозитни влегуваат банките и штедилниците, а сите останати се дел на небанкарскиот сектор.

Во анализата вршена во оваа потточка на овој труд сите институции кои не се банки се разгледуваат како сектор кој е под влијание на финансиските иновации. Најголемо учество на финансискиот пазар остваруваат банките, но тоа не значи дека останатите финансиски институции немаат значење во финансискиот систем.

Посебно, по 80-тите години и либерализирањето на финансиските пазари, промените се одразија не само на создавање на инструменти за работење, туку се имплицира и на создавање на специјализирани институции, кои работат по свои одредени правила.

2.1. Примена на нови финансиски инструменти во работењето на институциите од небанкарскиот сектор

Целокупниот економски бум кој настана пред последната криза, предизвика учесниците на пазарите да поседуваат диферзифицирано портфолио. Всушност, пазарот и финансиските институции излегуваа во пресрет на случувањата. Осигурителните компании, пензиските фондови, инвестициските фондови, заедничките фондови, финансиските компании, развија многу понуди и специјализирани компоненти со кои средствата ги насочуваа кон зголемување на профитите. Кон заработката не целеле само финансиските небанкарски институции, туку и корисниците на нивните производи, а од ризичноста соодветно биле опфатени и едните и другите. Иновациите во овој домен, доменот на небанкарски финансиски сектор, се во насока на тоа што биле создавани поспецијализирани услуги, со кои изложеноста на морален ризик и ризик од погрешна селекција полесно можат да дојдат до израз.

Осигурителните компании во рамките на основната понуда на животно и здравствено осигурување, осигурување на имоти и несреќи и реосигурување вклучуваат варијации со кои ги специјализираат своите домени (пример: автомобилско осигурување, осигурување на домовите, осигурување на комбе, патничко осигурување, осигурување на животни, бизнис осигурување, здравствено осигурување, заштита на

хипотеки, студентско осигурување, осигурување на алати и слично – со цел да се одговори на потребите на потрошувачите и нивните понекогаш чудни барања).

Она што се поставува како значајно прашање за функционирањето, конкретно на овие институции е прашањето каде и како тие ги инвестираат средствата и како гарантираат за нив. Вообичаено осигурителните компании и нивното работење е базирано на неколку принципи⁷⁶: треба да постои врска помеѓу осигуреникот (лицето покриено со осигурувањето) и корисникот на осигурувањето (лицето кое ја прима исплатата доколку се случи штетата); корисникот на осигурувањето треба да биде некој што може да претрпи потенцијална штета; осигурителните компании не треба (а и не сакаат) да ги мотивираат луѓето да купуваат полиси за шпекулативни цели; осигуреното лице треба да ги даде сите потребни информации на осигурителната компанија; осигуреникот не треба да профитира како резултат на осигурувањето; ако некое трето лице го компензира осигуреникот за штетата, обврската на осигурителната компанија се намалува за износот на компензација; осигурителната компанија треба да има голем број осигуреници, така што ризикот може да се распредели на многу различни полиси, штетата треба да биде мерлива, осигурителната компанија треба да биде во состојба да ја пресмета веројатноста за случување на штетата. За исполнување на овие принципи, посебно на оние кои се однесуваат на начинот на користење на средствата и распределбата на ризикот, осигурителната индустрија зазема доминантно место на пазарите на капитал. Осигурителните компании поседуваат корпоративни обврзници, имаат менаџерски позиции во пензиските фондови, инвестициските фондови. Обично, имаат долгорочни обврски, па обврзниците се нивна примарна класа на средство. Обврзниците кои ги поседуваат осигурителните компании освен корпоративни и државни се и обврзници со хипотеки, странски обврзници, потоа обични и привилегирани акции и недвижности. За да ја загарантираат својата сигурност, осигурителните компании вообичаено треба да се регистрираат како членови на законски легитимни асоцијации, со кои се гарантира исправноста, транспарентноста, солвентноста при работењето. Конкретно во Англија од осигурителните компании се бара да се регистрираат како членки на Financial Service Authority, во поддоменот Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA). Во работењето на осигурителните компании влијанието на иновациите се забележува во доменот на проширување на палетата услуги кои ги нудат и во проширување на

⁷⁶ Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakins, "Financial Markets and Institutions", Addison Wesley Longman, New York, 2009, p.563

уделите, правата и учеството што осигурителните компании го остваруваат кај други финансиски институции.

Пензиските фондови, кои до неодамна претставуваа државни институции, денеска, како резултат на заштита од ризичноста, односите наталитет – морталитет, генерациската солидарност и нејзината оправданост се појавуваат и во приватна форма. Приватната форма на пензиско осигурување обично се појавува во задолжителна и во доброволна форма. Нивната работа е уредена со прописи и правила кои уредуваат кои средства и како можат да се употребуваат. Друштвото не смее да ги користи своите средства за: стекнување или преземање акции и други хартии од вредност или влогови во други правни лица, вклучувајќи и други друштва за управување со пензиски фондови; давање заеми и обезбедување на гаранции или други обезбедувања освен оние пропишани со закон или за склучување договори за заеми и кредити и издавање обврзници во вкупна вредност која надминува одреден процент од сопствениот капитал, кој е претходно утврден.

Специфично е што средствата на фондот вообичаено не се и не можат да бидат предмет на побарување.

Средствата на пензиските фондови се користат за: одржување на сигурност на средствата, диверзификација на ризикот од инвестициите и одржување на адекватност на капиталот. Средствата на пензиските фондови можат да се инвестираат во банкарски депозити во банки, доколку носат камати, обврзници и други хартии од вредност што ги издала или за кои гарантира народната банка, сертификати за депозит и други хартии од вредност како: хартии од вредност врз основа на хипотека издадени од домашни банки, обврзници, акции кои котираат на официјалниот пазар, други хартии од вредност зад кои со гаранција стои државата, исто може да бидат инвестирани во хартии од вредност издадени од акционерски друштва, комерцијални записи издадени од првокласни акционерски друштва, документи за удел и акции на инвестициски фондови, инструменти од странски држави кои имаат стабилен ранг.

Тргувањето со хартиите од вредност на пензиските фондови се врши исклучиво на регуларни секундарни пазари на капитал, освен во случај на државни хартии од вредност и краткорочни хартии од вредност кои можат да се стекнат непосредно од издавачот, како и документи за удел и акции на инвестициски фондови кои можат да се стекнат непосредно од отворен или затворен инвестициски фонд или од друштвата кои управуваат со нив.

Специфично е што постојат пензиски фондови на кои им е забрането да ги вложуваат своите средства во фјучерс договори, опциски договори, форвард договори и други дериватни инструменти.

Значи, постоењето на пензиските фондови и нивното диференцирање во неколку форми, како задолжително, доброволно, приватно и државно е направено за да се излезе во пресрет на промените, но не по цена на ризик на средствата и остварување на екстра профити на ризични основи.

Од сите институции во доменот на финансиски институции од небанкарски сектор, инвестициските фондови и финансиските компании имаат поголема слобода во создавањето на иновации со кои излегуваат во пресрет на барањата на пазарот и потрошувачите, како и пред барањата за поголем профит. Овие институции се тие кои создадоа финансиски свет полн со различни инструменти и нивни деривати. Финансиските иновации најголем израз доживуваат преку овие институции. Ваквата диференцираност на инструментите кај инвестициските фондови и финансиските компании посебно доаѓа до израз на американскиот финансиски пазар. На развиените финансиски пазари се среќаваат Vanilla (American, European, Bermuda), Compound, Barrier, Asian, Lookback опции, опции на обврзници, арбитражни готовини, Vanilla свопови, записи со фиксни и варијабилни камати, caps and floors и сл. Реализацијата на овие инструменти вообичаено се врши на ОТС (over-the-counter) пазарите.

Причината поради којашто финансиските пазари на небанкарските финансиски институции во неразвиените земји и земјите во развој, не се толку распространети и не изобилуваат со избор на деривати и инструменти е вообичаено тоа што овие пазари се карактеризираат со:⁷⁷

- ниска ликвидност на пазарите;
- високи трошоци за тргување;
- строга регулативна и владина контрола на институционалните инвеститори (парцијално);
- пензиските фондови се оние кои ја поклопуваат улогата на деривативните пазари во неразвиените и во земјите во развој.

⁷⁷ Viviana Fernandez, "Emerging Derivatives Markets" The Case of Chile, Emerging Markets Finance and Trade, vol. 42, M.E. Sharpe Inc., USA, 2006, p.63

Иднината на инструментите и тргувањето на небанкарските институции (и во развиените земји) се стави под знак прашалник по случувањата од 2007 година. Според статистиките на BIS – Bank for International Settlements, до крајот на јуни 2009 година националните сметки на сите ОТС договори пораснаа и застапаа на 605 трилиони долари, што е за 10% над нивото од пред шест месеци. За разлика, вредностите на пазарот на големо се намалиле за 21%, на 25 трилиони долари, а слично се случувало и со пазарите за кредитирање на големо, каде што е забележан пад од 18% во споредба со крајот на 2008 и максимумот од 4.5 трилиони долари на 3.7 трилиони долари. Националните сметки на CDS договорите исто така бележат континуирано опаѓање, како и договорите, сепак на ниво на вредности забележан е некој пораст за последните шест месеци.

2.2. Примена на нови методи во работењето на институциите од небанкарскиот сектор

Институциите од небанкарскиот сектор се соочени со комплетно нови предизвици во методите на своето работење, од причина што целокупниот бум кој се случуваше кај нив од 80-тите години на минатиот век, па до 2007 година, пропадна во основите на почетокот на една од најголемите кризи во историјата.

Од институциите сè повеќе се бара да создаваат портфолио и хец стратегии, со кои ќе се овозможува⁷⁸:

- создавање и менаџирање на портфолио кое во себе вклучува одредени типови на финансиски инструменти;
- пресметување на цената и варијабилноста (осетливоста) на секој инструмент кој е дел на вкупното портфолио;
- преглед на резултатите (нумеролошки и графички);
- дефинирање на хец стратегии со користење на селектирани инструменти од портфолиото за постигнување и пресметување на таргетната сензитивност или на трошоците.

Во економската теорија, но и во праксата, сè повеќе се создаваат модели (математички и компјутерски покриени) со кои се анализираат средствата, капиталот, фиксните приходи од дериватите, влијанијата на инструментите врз каматните стапки,

⁷⁸ Financial Derivatives Toolbox 5 – model and analyze equity and fixed-income derivatives

ценовните еластичности, анализа на хец активностите и слично. Такви методи се Cox-Ross-Rubinstein (CRR), the Equal Probabilities (EQP), Implied Trinomial Tree (ITT), Heath-Jarrow-Morton (HJM), Black-Derman-Toy (BDT), Black-Karasinski (BK), Hull-White (HW) и други методи, со кои се креираат биноминални или триноминални дрвја, со кои се илустрираат очекувањата на финансиските пазари. Со овие модели може да се калкулираат и портфолио цените преку користење на бинарни или триноминални цени на капиталот.

Често работата на овие модели е базирана на основа на кривите на каматните стапки, при што функциите се поставуваат на анализа на различни типови на инструменти или на група инструменти од ист тип.

Резултатите од користењето на овие методи целат кон:

- пресметка на цените и сензитивноста на vanilla и exotic equity опциите, со користење на CRR, EQP или ITT моделот;
- пресметка на цената на кој било сет на инструменти базирани на структурата на каматните стапки;
- пресметка на цените и на сензитивноста на инструментите со фиксиран принос, со користење на HJM, BDT, BK или HW моделот;
- пронаоѓање на стратегии за минимизирање на трошоците за хецирање на портфолиото кога се поставени параметрите на сензитивноста на таргетот, минимизирање на сензитивноста на портфолиото кога се дадени најголемите трошоци за таргетите.

Со сите случувања кои ја следеа економијата, финансискиот сектор донекаде се реорганизираше, со цел да се постигне повторна виталност на тргувањата и пораст на реалната економија. Посебно е значајно методите на работа во овој сектор да се постават на подобрување и на одржување на системот и во иднина. Институциите и инвеститорите треба да работат на осигурувањето на своите средства и на пазарната дисциплина (во смисла на неподржување и одржување на институции со лажна надеж за нивно оправување). Последните 25 години се забележани многу, а и значајни промени во тоа како се нудени средства на финансискиот пазар, како и во видовите на фирмите кои нудат финансиска интермедијација⁷⁹.

⁷⁹ Remarks by FDIC Chairman Sheila Bair to The Economic Club of New York, New York, April 27, 2009

Новите методи на работење на институциите мора да се насочат кон совладување на проблемот што до сега го имаа, а тоа се многу различни закони за совладување на различни делови и активности во финансиските компании. Значи, потребна е подобра и покоординирана резолуција.

Посебно значен е повратокот на довербата во системот поради јавниот цинизам посебно насочен кон учесниците на финансиските пазари, но и кон владините институции кои дозволија да се случи падот на економијата. Потребна е нова резолуција и режим посебно за големите институции, а не се да се остава во рацете на државата и нејзините интервенции во покривање на загубите и интервенирање преку даночните наплаќања.

Зад институциите од небанкарскиот сектор пожелно е да застанат осигурителни организации кои ќе ги гарантираат средствата, а со тоа тие ќе бидат оние кои ќе вршат супервизија на финансиските текови и ќе одржуваат насоченост на тие текови. Развојот на методите на овие институции треба да биде насочен и кон онлајн употреби.

Методите што ќе се употребуваат во иднина мора да се насочени кон нови начини кои ќе се промптни и ефективни, прво во расчистувањето на целата збрка која го зафати финансискиот пазар, потоа кон враќање на довербата, за на крај да резултира со функционирање на системот на стабилни и здрави нозе.

Методите на работење треба да забораваат на манипулирање со сметководствените правила, редуцирање на барањата за одобрување на средства, разлабавување на супервизијата и базично - надевање дека работите ќе се средуваат сами од себе⁸⁰. Целокупната работа особено на осигурителните институции мора да се насочува на подобро организирање на осигурувањето на големите институции, затоа што вообичаено при нивното паѓање тие повлекуваат многу други финансиски институции.

FDIC се насочуваат кон осигурување не само на банкарските институции, туку и на нивните холдинг компании, со цел да се спремни за решавање на проблеми кога ќе се зафатени големите институции, а тоа ќе може да го реализираат исклучиво на ваков начин. FDIC со своите реформи се насочува и кон небанкарските (недепозитните) финансиски институции, од причина што тие до сега не беа опфатени. Ова би било тешка работа, посебно за систематично важните небанкарски финансиски институции. Банкротството како такво, постои за заштита на интересите на кредиторите, а не за

⁸⁰ Remarks by FDIC Chairman Sheila Bair to The Economic Club of New York, New York, April 27, 2009

заштита од економски кризи. Сепак, банкротството на една институција во финансискиот сектор обично повлекува паника, а тоа се пренесува на повеќе институции. Заради тоа е значајно насочувањето и начинот на работа на сите финансиски институции. FDIC излегува со став дека малите банки не треба да се ставени само под еден режим, а големите институции и небанкарските институции треба да се субјект на поопширна методологија.

Посебно кога во прашање се јавните интереси, заштитата треба да биде насочена кон пошироката економија и кон даночните обврзници, а не само кон приватните финансиски интереси – со акцент на ливериџот, дериватите и нивната регулација и заштитата на потрошувачите.

Начините на работа за небанкарските финансиски институции се соочени пред краткорочно тешки мерки, кои би требало да се реализираат како долгорочно пожелни резултати. Одговорноста, трошоците, затегнатоста се елементи кои ќе го следат работењето од причина што секој има право да не успее на пазарот, но не по цена тоа да го исплаќаат многу други институции, органи, лица, па дури и држави.

Сите инструменти и методи кои ги користат и ќе ги користат банкарските и небанкарските финансиски институции даваат нови насоки на работењето. Овие насоки се изразуваат во домен на активности на банкарскиот сектор, домен на активности во небанкарскиот сектор. Секако, предвид како посебен потенцијален дел треба да се опфати потенцијалноста за создавање на нови финансиски институции, што како потреба на развојот на технологиите и барањата, а што како потреба на новите регулирања и промени за совладување на економските нерамнотежи.

Сето тоа создава можност за анализа на иднината на финансиското работење со финансиските иновации.

3. Нови насоки во работењето на финансиските институции предизвикани од финансиските иновации

3.1. Домен на активности на банкарскиот и небанкарскиот сектор

Во 2007 година приближно пола од сите хипотеки, корпоративни обврзници и (ливерицирани) заеми во САД ја реализираа својата работа преку секјуритизација. Овој

податок е објавен од американскиот форум за секјуритизација (American Securitization Forum ASF), а тој заедно со анализи од Европа и Австралија излегува со податокот дека многу од фирмите кои креираа најкомплексни производи настрадаа поради тоа што некомплетно ги разбрале мерките за мониторинг или не биле во способност да ги користат истите за да менаџираат со ризикот. Од овие причини нов домен на активности на финансиските институции треба да биде изнаоѓањето начин и изнаоѓањето соодветна улога на секјуритизацијата која со своето такво функционирање нема повторно да детонира.

Секјуритизацијата со својата појава во 70-тите години на минатиот век создаде простор за инвеститорите, кредиторите, банките, дури и за правниците, на плејада од употреби, можности и начини на користења на инструментите и технологиите. Сè до 2007 година нејзиното користење одеше по нагорна линија.

Денешните случувања ги натераа понудувачите, инвеститорите, дилерите и регулаторите да се осврнат на базичните форми на секјуритизација. Прогнозите се движат во насока дека комплексните форми на секјуритизирање нема да се појават повторно пред 2010 година. Меѓутоа, ова и не е така лошо ако се земе предвид мислењето кое го имаат економските експерти дека „луѓето се задолжувале само за да можат да извршат секјуритизација на долгот“⁸¹, а што во никој случај не е добар пат и тек за економските циклуси. Економијата треба секогаш да се базира на реални основи.

За насочување кон напред подобро е да се одржува секјуритизацијата во нејзината едноставна форма, што економистите го дефинираат како изјави од следниот тип: навистина нема потреба од разделување и сецкање на работите на 50 дела или супернадополнување на нив (на работите) со мешање деривати како што се credit-default своповите⁸². Освен создадените многу инструменти, друг домен во кој треба да се насочат финансиските институции е волуменот на трансакциите, потребно е поголем осврт да се прави на квалитетот, кредитните рејтинг агенции треба да вршат рангирање, финансиските компании не треба да водат вонбилансни сметки, туку треба да работат со поголема доза на одговорност. Поради тоа се поставува прашањето колку екстра позајмување економијата може да си дозволи, а поради тежината на одговор на ова прашање, подобро е целокупното економско работење да се додржува до пропишаните рамки и ограничувања.

⁸¹ Barbara Kiviat, “Sunk by Securitization”, Time south Pacific (Australia/New Zealand edition), 2009, p. 2

⁸² исто

Држењето до рамки на правилата не значи одредени позајмувања да се избришат од постоењето на финансиските системи. Напротив, нека постојат, но во рамки на дозволеното и пропишаното, а тоа значи користење на одредени инструменти, исклучиво ако се исполнети условите за користење на тие инструменти.

Освен секјуритизацијата, како нов домен кој треба да претрпи одредени промени во финансискиот сектор се големите банки односно „преголеми за да се дозволи да пропаднат – too big to fail“.

По финансиската криза некои економисти стојат на тврдењето дека најголемите банки искористија во финансиската криза, а по легислативата која се очекува од House Financial Services Committee најголемите фирми ќе треба да плаќаат на многу различни начини што секако ќе влијае на нивниот раст, редуција на ликвидноста, пораст на трошоците. Од фирмите ќе се бара да поседуваат повеќе капитал, да плаќаат поголеми осигурителни премии, да држат нови потенцијално скапи конвертибилни должнички инструменти, да плаќаат одредени суми на нови фондови за заштита од систематскиот ризик и да се соочат со рестрикциите. Новата легислатива ќе им олесни на владите во можноста да им помага или да ги затвора институциите за кои смета дека се неподобни за работа. Дури некои размислувања одат кон соодветна потрошувачко заштитна агенција со која од националните банки ќе се бара меѓународна операционализација и стандардизирана употреба на деривативни тргувања, кои ќе бидат централизирано управувани или ќе се реализираат преку размена. Вистина е дека засилената стратегија за реаранжирање на големите банки ќе има влијание на нивното работење, но од друга страна можат да се сретнат изјави од типот на „повеќето од големите банкарски организации, доколку сметките ги одржуваат прописно, ќе се раздвојат и намалат“.⁸³

Најголеми критики упатени кон „too big to fail“ институциите се од причина што според реформите тие ќе добијат предност преку рефундираните средства. На ова, институциите излегуваат со ставот дека легислативата, напротив излегува со рестрикции за големите банки, големите банки се под притисок и поради тековните случувања, како и поради регулирањето на дериватите. Целокупната промена во регулативните мерки мора да е претпазлива кон мерките, за да не предизвика негативни ефекти на работењето на финансиските институции. Сè почесто се споменува поседување на т.н. контингентален капитал, нова форма на задолжување

⁸³ Stacy Kaper, “Big Banks Face Most Pain Under House Bill”, American Banker, 12/2/2009, Vol. 174, p.2

којашто се претвора во капитал во моменти на кризи, кои пак од друга страна според некои експерти се оценуваат како најверојатно скап инструмент. Големите банки се соочуваат и со можност од зголемени трошоци на долгот поради ограничениот или забранетиот пристап до Federal Home Loan banks.

Калкулациите покажуваат дека трендот е насочен кон повреда на големите банки, за разлика од помалите, поради тоа што големите банки се потпираат повеќе на алтернативни извори за депозити⁸⁴.

Друго значајно прашање е времето, односно кога банките треба да се потпрат на новите легислативи и како тие ќе се применуваат, дали тоа ќе е за сите или ќе има ситуации од типот на „од случај до случај“.

Сите овие домени на однесување кои и претстојат на работата на финансиските институции, посебно со предвидените реформи бараат темелна анализа на целиот систем од причина што, под реформите на сметките, големите (систематично) значајни институции треба:

- да плаќаат такси за фондовите кои се предвидени од новата резолуција;
- да плаќаат на новата агенција за заштита на потрошувачите;
- да се соочат со поголеми барања за адекватност на капиталот и нивото на ливериџ;
- да ја имаат предвид потенцијалната „кршливост“ поради новиот интерагенциски совет;
- чистење на повеќето деривати преку размена;
- да се изложуваат на поголеми должнички трошоци.⁸⁵

Сите горенаведени потточки покажуваат дека промени се неминовни и дека доменот на активностите на финансиските компании мора да се менува. Тие промени и таа нова насока на работење е предизвикана од економската криза од 2007 година, но и од потребата истата да се надмине и да не заземе рочност и последици како големата депресија.

Најважно прашање сега пред финансиските институции е надминување на состојба која е многу осетлива, а лесно се пренесува од континент на континент. Оваа

⁸⁴ Исто

⁸⁵ Stacy Kaper, “Big Banks Face Most Pain Under House Bill”, American Banker, 12/2/2009, Vol. 174

економска нерамнотежа е ситуација во која некој има корист, но оние што имаат загуба плаќаат многу висока цена за тоа.

Доменот на активности мора да се насочи кон совладување на проблемот и насочување на негово решавање кон тоа да го наплатат оние кои за тоа се одговорни и заслужни, а помош да добијат оние кои треба да добијат.

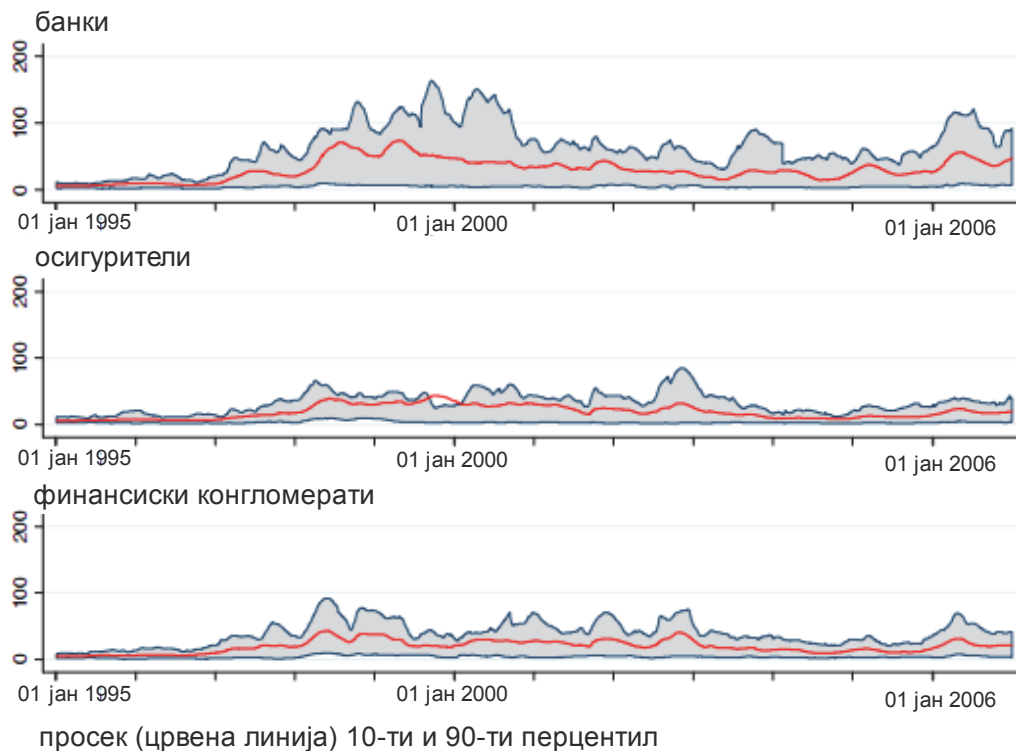
Целата оваа ситуација се отежнува поради верижноста на финансиските институции и верижноста на финансиските институции во светот, надополнето со буџетски дефицити, нестабилни банкарски системи, недоверба кај клиентите.

Подолу се прикажани два графикона кои даваат опис на нивото на цените и нестабилноста на институциите, зависно од типот (дали станува збор за банки, осигурителни компании или финансиски конгломерати). Специфични турбуленции се забележуваат околу 2000 година, а и трендот за по 2006 година покажува потенцијални промени. Анализата е вршена преку институции во Европската унија, за 265 дена (денови на тргување).

Најголемите варијации се покажуваат кај банкарскиот сектор. Голема е поврзаноста на периодите со економските циклуси, односно со економските нерамнотежи. Сето ова го наметнува прашањето дали специјализираното работење е пооправдано од работењето со повеќе инструменти?

Одговорот на ова прашање се наоѓа во правилната диверзификација, но и во претпазливоста, работењето да не биде претерано субвенционирано, но и да не биде ставено под рестриктивност која ќе предизвика одбивност.

Графикон 4.2. Нестабилноста на банките, осигурителните компании и конгломератите, 1995-2006 г.



Извор: Iman van Lelyveld, Klaas Knot, “Do financial conglomerates create or destroy value Evidence for the EU”, Journal of banking and Finance 33 (2009)

Друг домен кој треба да биде анализиран во економското работење се хец фондовите. Некои студии покажуваат дека издржливоста на овие фондови е поврзана со нивната големина и времето колку постојат и дека инвестираните текови ги следат минатите случувања, а со текот на годините менаџирањето на овие институции се пасивизира. Од таа причина, како подобри се покажуваат малите и млади фондови.

Ваквите анализи се правени од причина што овие институции добија на важност посебно во последните години. Подолу е прикажана табела која ги покажува карактеристиките на фондовите во Америка за период од 1995 до 2004 година, според годините и стилот.

Табела 4.1. Збирна статистика (за период 1995 – 2004 година)

година/стил	број на хеџ фондови	просечна големина (милиони)	просечен годишен обрт на вишокот (заработка)	просечно времетраење (месеци)	просечен годишен прилив на инвестиции
А. Фондови по години					
1995	1076	\$ 74	12%	40	40%
1996	1289	83	14	42	88
1997	1520	103	13	45	126
1998	1723	97	1	48	56
1999	1955	116	27	50	79
2000	2125	122	5	53	88
2001	2379	171	3	54	91
2002	2580	180	1	56	67
2003	2460	238	16	66	103
2004	2089	349	6	78	48
Б. Фондови по стил					
Безбедносна селекција	838	\$137	16%	52	86%
Раководени	234	155	11	54	71
Релативна вредност	231	169	7	46	94
Мултипроцес	248	260	10	59	83
Фонд на фондовите	653	109	5	54	49

* Просечниот годишен обрт на вишокот е нето на сите трошоци и такси и е остаток од стапката на американските благајнички записи. Просечниот прилив на инвестиции е процент од prior-period капиталот.

Извор: Nicole M. Boyson, “Hedge Fund Performance Persistence: A New Approach”, Financial Analysts Journal, Vol. 64, No. 6, 2008

Анализите покажуваат дека портфолиото на младите, малите и добро раководените фондови низ минатото се подобри во просек со 10% од старите, големи и скромно раководени хец фондови.

Табелата покажува колку се зголемува бројот на овие институции, но поважно е согледувањето на нивна правилна употреба. Целта на анализите кои се прават во доменот на хец фондовите е правилниот избор за инвеститорите, а заклучоците водат кон избор на мали и млади институции, кои во своето работење се добро раководени и покажале добри резултати за своето време на постоење.

Значи посебно е ставен акцентот на раководството и внимателноста (менаџментот), во смисла дека економските пазари не дозволуваат пасивност и е потребна постојана внимателност и покрај тоа што понекогаш пазарите изгледаат како да се под комплетна контрола и во ред.

За крај за согледување на доменот на активности на финансиските институции добро би било да се разгледа бенефитот од диверзификацијата. Кога обртот, стандардната девијација, коефициентот на асиметрија, коефициент на израмнување се земаат како важни фактори во детерминирањето на користите од диверзификацијата, тогаш таа многу зависи од земјата⁸⁶. Ова е вака поради тоа што се проценува дека заработката од меѓународното диверзифицирано портфолио е исплатливо доколку едното вложување е во САД, но има вложувања и во земји надвор од САД.

Земено во целина, доменот на работење на финансиските институции претрпува промени. Некои напредувања во економското работење веќе се покажаа на виделина поради тоа што последната економска нерамнотежа не се задржа толку долго колку што се очекуваше, но тоа не значи дека нема последици. Од тие причини е потребна реформа на финансискиот систем, која ќе одговори на потребите на современото живеење, но во исто време и нема да го доведува во опасност истото тоа живеење.

3.2. Создавање на нови финансиски институции

Економската историја, економските циклуси, тековните случувања, посочуваат на еволуција на финансиските пазари. По 2007 година, прашањето е дали веќе станува збор за финансиска еволуција или е дојден моментот кога насоката на развој треба да се промени. Сè почесто се среќаваат изјави, статии и студии кои кажуваат дека е

⁸⁶ Leyuan You, Robert T. Daigler, "Is international diversification really beneficial", Journal of Banking of Banking and Finance 34, UK, 2010, p. 173

неопходна реформа на финансискиот систем. По американскиот дебакл, сега на сцена се појавува Европа: „Германија, Франција, Шпанија, Луксембург, Грција и Европската комисија упатија заедничко писмо до владите на земјите-членки на Европската унија со апел да се усвои реформата на финансискиот пазар на ЕУ, која ќе ја зголеми транспарентноста и предвидливоста на неговата работа. Потребно е воведување остра контрола на шпекулативните инвестициски инструменти, првенствено на специјалните вредносни хартии – кредитните дифолтни конверзии⁸⁷. Светскиот пазар на овие вредносни хартии од октомври 2009 година се наоѓа во рацете на најголемите шпекулативни фондови кои својата активност ја насочија против Грција, планирајќи да ја доведат до банкрот и да ја намалат вредноста на еврото.“ Дадениот цитат е дел од дневниот печат кој ја покажува моќноста на информацијата во функционирањето на финансиските пазари. Покрај моќноста на информацијата неминовно е да се забележи дека сериозно се размислува за потребата од реформа, поради постоењето на економски „борби“ дури и во кризните периоди. Потребата од реформа е неопходна и поради тоа што за овие 20-30 години на економските пазари се пројавиле толку многу јазови и недоследности во функционирањето на пазарите што го наметнува прашањето како функционираше одредени мониторинг организации и која била нивната работа.

„Една британска правна фирма помагала да се сокрие вистината дека американската инвестициска банка „Lehmann Brothers“ се наоѓа пред целосен крах. Најновото откритие само продолжува да го урива престижот на банкарството, кое веќе е тешко погодено и дискредитирано со кредитниот удар од есента 2008 година и финансиската криза што потоа се прошири во целиот свет. Банката (Lehmann Brothers) побарала од лондонската правна фирма „Линклејтерс“ да употреби еден сметководствен трик за да се прикрие банкротот. Експерти на берзата велат дека станува збор за контроверзна операција на која во САД не се согласила ниту една тамошна фирма, но дека трикот познат како „Репо 150“ е легален во Велика Британија и може да се употребува. Овој сметководствен трик не е причината за пропаѓањето на „Lehmann Brothers“ на берзата, ама сепак „Репо 150“ помогнал долго време финансискиот и берзанскиот свет да има целосно лажна слика за вистинската, во основа катастрофална состојба во која се наоѓала оваа дотогаш угледна банка во САД. За обелоденување на матните состојби во банката и деструктивната култура во работењето на оваа банка било потребно една година истражување. Ова истражување и

⁸⁷ Овие вредносни хартии претставуваат полиси за осигурување во случај владата на која било земја да не е во состојба да ги исполни обврските по своите суверени обврзници.

резултатите од него повторно предизвикуваат потреси на Вол стрит во Њујорк и во лондонскиот финансиски центар Сити“.

Погоре прикажаните цитати не се ништо друго, туку доказ за потребата од реформа на финансискиот пазар, па дури и создавање на нови институции кои прописно ќе ја вршат својата работа. Потребна е реформа и во законските рамки кои ќе го минимизираат просторот за манипулации.

Оваа потточка врши анализа на потребата од создавање на нови институции, посебно во делот на банкарското работење и пазарот на пари.

Потребата од ваква анализа се прави поради тоа што во економски нерамнотежи она што едни го гледаат како јаз, за други претставува пазар. Во точката на пресврт, некои финансиски институции ја користат можноста за нови бизниси и формираат нови единици за инвестирање. Така, некои експерти се на ставот дека треба да се создаде интрадневен пазар на пари (Intraday money market), а други анализираат зошто вакви пазари не постојат како модул на пазарот на пари. Секако, анализи се прават и за тоа кои ќе се предностите, а кои ќе се слабостите на овој пазар во споредба со пазарите преку ноќ, со акцент на резервите и маргиналните трошоци, посебно кога трошоците на резервите на парите преку ноќ се нула.

Институционалната рамка преку која различни централни банки менаџираат со понудата на интрадневениот или на пазарот преку ноќ има многу изрази. Интрадневните резерви можат да бидат обезбедувани директно од централните банки, додека резервите за пазарот преку ноќ обично се достапни до банките преку пазарите. Оваа разлика изгледа збунувачка. Ако еден метод за обезбедување ликвидност работи подобро од друг во еден случај, зошто да не работи подобро во сите случаи! Историски, многу централни банки обезбедувале „преку ноќ“ резерви директно од банките. Само по доброфункционирачки финансиски пазар и по промени во владиното задолжување централните банки стартуваат со дистрибуција на резервите на пазарот, за разлика, дистрибуцијата на интрадневните резерви никогаш немала слична употреба. Важно е да се напомене дека трошокот за резервите и во двата случаја е општествено варијабилен. Конкретно, пазарот на резервите не ја игра традиционалната улога на пазарите во информациска агрегација и откривање на цените. Напротив, многу од изразите на политиките на централните банки целат кон подобрување на ценовната еластичност и варијабилност. Истражувањата се вршат во насока на согледување на можноста на креирање пазар за интрадневните резерви, а заклучоците покажуваат дека тоа е можно ако пазарите се организираат слично на пазарите на кои

се тргува со резервите од пазарите „преку ноќ“. Во анализите се вклучува опортунитетниот трошок од задржувањето на „преку ноќ“ резервите, со цел да се согледа ефектот врз обезбедување ликвидност, поделба на ризикот, поголема заработка. Како негативност на интрадневниот пазар се согледува можноста овој пазар да е повеќе склон на одложувања отколку што тоа се случува на пазарите преку ноќ. Интрадневните пазари може да ги сносат и последиците од неможноста на централните банки да не се мешаат и да не интервенираат во ситуации на економски кризи. Всушност, одложувањата во плаќањата може да се одразат на филијалите во смисла на плаќањето на хартиите од вредност, малопродажбата или специфични активности на девизните пазари. Заради тоа што овој пазар и работењето со инструментите на него, во смисла на нивно користење како препродавање, покажуваат и потенцијални недостатоци, анализите одат во насока на создавање оптимален систем. Овие анализи се насочени кон позитивни маргинални трошоци и нивно сведување на нула. Кога опортунитетниот трошок на „преку ноќ“ резервите е нула, разликата помеѓу преку ноќ резервите и интрадневните резерви станува нејасна, како да нема потреба од економизирање на резервите „преку ноќ“. Банките може да одржуваат доволно резерви на пазарот преку ноќ, а со тоа да ги задоволат потребите и за овој пазар и за интрадневниот пазар. Поради редуцирана активност на пазарите преку ноќ, може да се случи да се бара одржување на ниско ниво на маргинален трошок. Таква ситуација настанува главно прашање во услови на кризи.

Институциите кои вршат трансакции на овие пазари вклучуваат и изрази кои ја менаџираат варијабилноста и непредвидливоста на побарувачката исто како што се случува со специфичните институции кои влијаат на понудата⁸⁸.

Како главни предизвици кои треба да се имаат предвид се дека интрадневниот пазар ќе е способен да обезбеди подобра поделба на ризикот и подобра иницијатива за учесниците на пазарот да го контролираат својот ризик. Од друга страна, интрадневниот пазар може да не работи ефикасно затоа што учесниците би имале поттик за доцнат со плаќањата, а со тоа централната банка ќе е принудена да интервенира кога пазарот не функционира правилно.⁸⁹

Со ова анализите покажуваат дека ова прашање треба да се докомплетира и да се разглоби подетално, затоа што колку факти има за создавање на ваков пазар, толку

⁸⁸ Antoine Martin and James McAndrews, “Should there be intraday money markets?”, Blackwell Publishing Limited, 2010, p.12

⁸⁹ Antoine Martin and James McAndrews, “Should there be intraday money markets?”, Blackwell Publishing Limited, 2010, p.13

има и факти дека неговата работа е успешно спроведувана од постоечките пазари преку ноќ.

Кризата ги натера економистите да размислуваат и за создавање специјализирана национална банка за иновации.

Некои економисти ја портретираа американската владина иницијатива во здравствената заштита, климатските промени и енергиите како механизам за опоравување. Според нивниот поглед државната политика може да донесе „нова нормала“. Американската економија стои пред нови идеи, експерименти и истражувања како на пример: бизнисмените создаваат нови концепти и лансираат нови потфати и ризици; претприемачите создаваат нови производни методи базирани на новите идеи; маркетерите изнаоѓаат погодни места за пласирање на новите производи или се трудат да најдат нов пласман за старите производи; менаџерите и корисниците се обезбедуваат со производи, а финансиите со стратегиски визии сакаат да проценат кои иновации е добро да останат на пазарот. Историјата и развојот на економијата со себе носи и развој на многу и различни типови на работа. Целата таа динамика зависи од многу варијабли: варијабилноста меѓу многуте идеи, плурализам во мислењата на експертите во областа на финансиите и диверзифицираност помеѓу корисниците⁹⁰. Поради тоа државата не може да ја генерира динамиката, што пак во основа системот може. Во смисла, ако една фирма излезе со иновативна идеја пред владата, а владата тоа не го оправда и процени како добро, може да го игнорира, односно да не го прифати.

Оваа динамика во последната декада е во опаѓање. Вкупната сума на инвестиции во ризични инструменти сега е намалена на нешто помалку од 20 милјарди долари за година⁹¹. Институционалните инвеститори и аналитичарите на капиталот сега ги претискаат СЕО за јавните компании да ги постигнат таргетите за покачување на заработките. Овој притисок ги одвлекува од долгорочните вредносни креации, а патент системите кои на почетокот ја охрабруваа иновативноста, сега ги стегаат иноваторите, поради целокупната економска состојба. Сето ова може да предизвика застој во економскиот развој и одбивност кон иновациите.

⁹⁰ Edmund S. Phelps and Leo M. Tilman, “Wanted: A First National Bank of Innovation”, Harvard Business Review, January-February 2010, p. 102

⁹¹ Edmund S. Phelps and Leo M. Tilman, “Wanted: A First National Bank of Innovation”, Harvard Business Review, January-February 2010, p. 102

Сепак, самореформирањето и регулаторните реформи не се прашањето колку ќе се промени ситуацијата. Во следната декада, некои економисти предвидуваат дека неадекватноста на финансискиот систем ќе дојде уште повеќе до израз. Поради тоа иновациите во технологиите и нанотехнологијата и тоа што тие бараат долгорочно инвестирање може да придонесат за некаков развој. За жал, повеќето финансиски фирми ги насочуваат експертите да инвестираат во бизнис ризични инструменти, ама нешто се промени, а тоа предизвикува јазот во фондовите за бизнис иновациите да продолжи да се проширува. Токму поради ова, се создава идејата за создавање владино спонзирана институција – Прва национална банка за иновации (First National Bank of Innovation FNBI). Институцијата би била структурирана како нето работа на комерцијалните банки кои инвестираат во и позајмуваат за иновативни проекти, а и ќе имаат удел во земјоделско кредитниот систем на САД (поради економскиот потенцијал кој го носи оваа дејност). Наменетите средства ќе влијаат на пораст на паричната маса во глобалниот пазар на капитал преку атрактивни стапки, во сопственост на оваа банка како дел од државата, а истовремено ќе влијае и на економија на развојот. Банките треба да ги пренасочуваат овие средства до претприемачите со одредена камата согласно со ризичноста на проектите. Проценката за ризичноста на проектите ќе ја вршат квалифицирани експерти од областа на кредитирањето и инвестирањето. За разлика од денешните банки, овие банки кои ќе се поврзани со националната банка за иновации, ќе бидат наменети за „relationship-based“ инвестиции во или позајмувања. Целокупната работа ќе биде во рамките на управување со ризикот и донесувањето на правилни одлуки кои ќе се држат во рамките на пропишаните законски регулативи и што е уште поважно ќе биде надвор од политичка патронажа или популистички притисоци.

На ваква идеја некои економисти се дојдени поради потребата да се одржи динамиката на развојот, да не се прават застои кои ќе се одразат на целокупниот општествен и човечки развој. Сето ова ќе бара подолгорочно реконструирање на финансискиот систем, а акцентот да се стави на проекти кои се оправдани.

Теоретските модели и политики кои се дискутираат и анализираат најчесто зборуваат за компетитивност на финансискиот сектор и за унапредување на финансиските производи со фрази како „поголема ефикасност“, „подобри инвестициски одлуки“, „редукција на нестручноста“, „преместување на непродуктивниот кадар“ и слично, ама сепак својствениот хаос и *ex ante*

непредвидливоста на процесот беа потценети. Создавањето на нови финансиски институции поради тоа мора да го лоцира линкот меѓу доброфункционирачките пазари на капитал и креативната деструкција, со земање предвид на следниве неколку откритија⁹²:

- претприемништвото порасна значајно по меѓународната банкарска дерегулација;
- затворањата на бизнисите исто така пораснаа по дерегулацијата;
- дерегулацијата промовираше долгорочен влез.

Овие откритија не се нелогични поради тоа што со развојот на идеите и нивната реализација, на пазарите се зголемува конкуренцијата, а поголемата конкуренција води кон зголемување на опасноста за опстанок на пазарите. Во целокупната финансиска ситуација и состојба банките се покажуваат како огромен потенцијал, а нивните реформи се значајни посебно од аспект на интербанкарскиот однос и влијанија. Истражувањата покажуваат дека интрабанкарските односи не влијаат толку систематски на макроекономијата. За иднина на финансиското работење исто важна е областа за истражување на подобра поврзаност на претприемништвото со агрегатно продуктивните можности и промени. Обично интердржавните банкарски дерегулации се поврзуваат со масивен влез на пазарот, но мали промени во институциите, дистрибуцијата и растот на продуктивноста. Од друга страна, насоките треба да се кон реалокација на производството кон поефикасните фирми, а ваквата состојба се поврзува со интрадржавната дерегулација.⁹³ Сите овие анализи се правени со цел да се разјасни поврзаноста на банкарската конкуренција, претприемништвото, креативната деструкција и растот на продуктивноста, со цел да се создадат институции кои ќе одговорат на реалните потреби.

⁹² William R. Kerr, Ramana Nanda, "Democratizing entry: Banking deregulations, financing constraints, and entrepreneurship", *Journal of Financial Economics* 94, Harvard Business School, Boston, USA, 2009, p. 143

⁹³ Исто, стр. 144

4. Иднина на финансиското работење со финансиските иновации

Како вовед на оваа потточка ќе земам цитат од изјава на Мертон Милер (Merton H. Miller), која ја дава во 1986 година, а гласи: „зборот револуција е целосно соодветен за опис на промените во финансиските институции и инструменти, кои се појавија во последните дваесеттина години. Најголемите импулси за успешни финансиски иновации, дојдоа од регулацијата и даноците. Предвидувањата за иднината се понамален раст на стапката на иновациите, но сè уште на изглед се многу раст и зацврстување“.

Дваесет и две години подоцна, пропаѓањето на Lehman Brothers на 16.9.2008 година од експертите беше протолкувано како резултат на лошите хипотекарни кредити и пласмани. Само три дена подоцна, на 19.9.2008 година, централната банка на САД, заради „настанатата ситуација“ делуваше со Одлука за инфилтрирање на 85 милијарди долари. Сето ова беше со цел да се неутрализираат потенцијалните и очекувани негативни последици, кои во просек изразени како финансиски кризи, (анализирани од 90-тите години наваму и Големата депресија од 1929 година) се: опаѓање на 35.5 процентно ниво на цените на недвижнините, ефект кој просечно трае 6 години; 55.9 процентно опаѓање на цените на капиталот, кој како ефект трае 3.4 години; раст на невработеноста за 7 проценти за период од 4.8 години; опаѓање на БДП за 9.3 проценти, во просек за 1.9 години и зголемување на реалниот јавен долг.

Оваа потточка за да даде одговор на прашањето за иднината, ќе направам мал осврт на минатото и минатите предвидувања, за потоа да се осврнам на сегашноста и влијанијата кои таа ги предизвикува за создавање на нови инструменти во банкарството, квалитетната конвертибилност, интернет комуникацијата, дериватите и работата со сите нив во иднина.

Во 60-тите години на минатиот век на американските граѓани, за разлика од европските, им било легално забрането да држат монетарно злато. Дваесет години подоцна не само што можеле да држат монети, готовина, фјучерси, опции, туку и стотина други финансиски инструменти кои не постоеле во 60-тите, или се пројавувале

тогаш во некоја рудиментирана форма. Најголеми иновации во 80-тите години на минатиот век биле⁹⁴:

- преносливите сертификати за депозити,
- еврадоларските сметки,
- евро обврзниците,
- суши обврзниците,
- обврзниците со променливи стапки,
- обврзниците со продажна опција,
- обврзници кои не исплаќаат купони,
- чистите обврзници,
- опциите,
- финансиските фјучерси,
- опциите на фјучерсите,
- опциите на индексите,
- фондовите на пазарот на пари,
- сметките на готовинскиот менаџмент,
- варианти на доходот,
- колатерализирани недвижности,
- станбени кредити,
- свопови за готовина,
- минимум-максимум свопови,
- конвертибилни обврзници итн.

Оваа листа е само парцијална, а разноликоста на инструментите и тогаш не ги оставала економистите без размислувања за прашањата од типот на: дали финансиската историја друг пат ќе забележи таков и толкав развој, дали и кога овие иновации ќе ја загубат својата сила, постојат ли уште иновации и колку ќе се развиваат и модификуваат? Покрај овие насоки (кон иднината) се правеле обиди за проучување на сегашноста (сега тоа е минатото), за тоа кои иновации се иновации, кои се успешни и што е тоа значаен успех. На некои автори уште од тогаш им било јасно дека сликата не е најсјајна од причини што иновациите кои се појавиле, не се јавуваат како одговор на развивање на менаџерскиот стил и потреба, туку се јавуваат како резултат на

⁹⁴ Merton H. Miller, "Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, No. 4, December 1986, USA, p. 459

олабавената регулација и даноците. Олабавената регулација и даноците извршиле влијание на согледувањата за⁹⁵:

- приходи од труд наспроти приходи од капитал;
- дивиденди наспроти каматни стапки;
- дивиденди наспроти капитални заработки;
- персонална наспроти корпоративна заработка;
- исплатени дивиденди и задржана добивка;
- заработка стекната во домашната земја и заработка стекната од странство и сл.

Сето ова е надополнето со можноста која ја давале новите инструменти за трансформирање на формите, со цел да се манипулира со даноците, а да се влијае на заработката. Но, сите вакви активности се покажа дека не се без трошок, можеби некои индивидуи имаа можност да играат на „дупките во законот“, но затоа сега тој трошок го плаќаат милијарда луѓе.

Менувањето на даночната структура ги мотивирало и одредувало дали иновацијата ќе е успешна. Секоја иновација која работи успешно, веднаш наградувала поради тоа што влијаела на даночна заштеда. Владата виртуелно го субвенционирала процесот на финансиски иновации само како што и тоа го субвенционирало развојот на нови никулци и фертилизации, но со значајна разлика дека во финансиските иновации придонесувањето на владата било ненамерно и случајно. Сепак се случувало, посебно во случаите поврзани со политичките избори, владите да бидат најглавниот и пионерски столб за новите финансиски инструменти. Со тоа се негирало, односно се покажува дека колку и да е незначајно и минорно (случајно) придонесувањето на владите во создавањето на финансиските иновации, сепак тоа било како зрнце песок во создавањето на бисер.

Следното прашање, кое се наметнува е колку државата и владините политики влијаат на создавањето на финансиските иновации. Одговорот е дека многу од иновациите се создале како одговор на некоја владина мерка, независно дали е домашна или странска. Така, спомнувањето на Регулацијата Q, еврообврзничкиот пазар, конкуренцијата на американските со европските банки, деноминирањето на инструментите во странски валути, преливањето на средствата, влијанијата на

⁹⁵ Merton H. Miller, “Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, No. 4, December 1986, USA, p. 460

девизните курсеви и слично, предизвикале создавање на нови или модалитети на постоечките финансиски инструменти.

Во светот на финансиите како најцентрална иновација обично се смета појавата на опциите. Во основа, повеќето во финансиските иновации се некоја форма на опција, а опциите како опции се појавуваат подоцна. Пред нив се создадени разните форми на обврзници, а неколку месеци пред појавувањето на опциите се појавиле прво фјучерсите. Ерата на тргување со финансиските фјучерси почнува во 1972 година на СМЕ (Chicago Mercantile Exchange). Целта било тргувањето на девизните пазари и намалувањето на ризикот од морален hazard. Многу скоро се појавиле и GNMA фјучерси (Government National Mortgage Association) – договор кој некои го нарекуваат како прв вистински финансиски фјучерс во потесна смисла на зборот⁹⁶. Потоа на сцена се појавуваат некои готовински исплаќања и consumer price index-от.

Почнувајќи од Големата депресија, нафтените кризи, законските олабавувања, развојот на технологијата, тивката војна меѓу Америка и Европа, здравиот економски ум можеше да предвиде уште во 80-тите години дека иднината на иновациите ќе биде кон пазарот на недвижнините и конкурентноста меѓу државите, како и кон активностите на пазарите преку ноќ.

Ваквата предвидливост на работите и настаните не е воопшто лесна, но не е невозможна, а по настаните од 2008 година и „експлозијата“ на светскиот финансиски пазар, посебно поврзано со финансиските иновации ја наметнува нужноста на согледување на иднината на финансиското работење.

По настанатата нерамнотежа во светски рамки, многу веројатно е иднината на работењето на финансиските институции да биде поврзана со осигурувањето. Осигурување во смисла на институции, но и осигурување во смисла на инструментите со кои се тргува. Како потенцијален инструмент се јавува т.н. осигурување во случај на катастрофи или уште познатите Cat обврзници. На почетокот на кризата овој пазар доживеа многу турбуленции поради тоа што сите сакаа да го напуштат, посебно по случувањата со Lehmann Brothers. Осигурително поврзаните хартии од вредност и пазарите со нив, во втората половина на 2008 година поради колапсот имаа две насоки. Едната предизвика некои инвеститори да ги напуштат овие инструменти поради стравот од понатамошно одење надолу, а во исто време други хец фондови кои работат со повеќестрани стратегии почнаа да ги продаваат своите позиции на пазарот за да

⁹⁶ Merton H. Miller, “Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, No. 4, December 1986, USA, p. 466

обезбедат средства за спас од настанатото фијаско. Ова доведе до бум на секундарниот пазар на осигурените обврзници, но и помала побарувачка за новите осигурителни понуди.

Во почетокот на 2009 година овие пазари се вратија со триумфирање, посебно секундарните. Во првата четвртина на 2009 година имало само пет осигурувања, а до 30 април таа бројка се искачила на седум, со комбинирана вредност од 815 милиони долари. Накратко потоа се појавија дво-траншни cat обврзници, Ibis Re. Сега овие обврзници се владино гарантирани. Колатералната позадина на новите договори е лимитирана од програмата наречена: treasury loan guarantee programme, со готовина, со благајнички записи и со американски деноминирани владино гарантирани обврзници. Повеќето од новите обврзници се состојат и од карактеристики и можности за надополнување. Со тоа се овозможува диверзификација на портфолиото и поефикасно управување со ризикот.

Иднината со работењето на финансиските институции мора да се потпира на средување на интерлинкот кој се прекина по крахот на инвестициските банки и кредитната криза. „Поставивме интерлинк за инвеститорите, со што им овозможивме пристап до сите основни колатерали. Сите информации се почитливи и достапни, а структурата е потранспарентна. Така, се создава простор за подобар менаџмент со портфолијата и полесно тргување и тек на информациите помеѓу различните страни“.⁹⁷ Ова значи дека препозанвањето на слабостите на пазарот е успешно, а промените се извршени. Сепак постои уште еден проблем, посебно за пазарот на cat обврзниците, а тоа е што овој пазар не е во доволна корелација со останатиот финансиски пазар, а тоа нешто е значајно дури и во услови кога нема криза. Ова е важно, затоа што „од јануари 2007 г., се до 5 мај 2009 г. cat обврзниците имаа обрт од 20% од Swiss Re cat обврзничкиот индекс. Во меѓувреме, обртот на средствата на S&P 500 беше негативни 38%, а Barclays Capital доходовниот корпоративен индекс беше негативен 1%. Така и покрај намалувањето на распространетоста на cat обврзниците, за време на кризата тие биле одлични за инвеститорите“.⁹⁸ Cat обврзниците имаат повеќе варијанти кои вообичаено се реализираат преку сите форми на осигурување.

Во светот на финансиските иновации, поточно кај дериватите иднината се гледа во event – linked фјучерсите кои се слични на industry – loss варантите. Овие варанти се

⁹⁷ Karen Eeuwens, “Convergence Quarterly: Cat bonds attractive again after facelift”, Reactions, Vol. 29 Issue 4, May 2009, p.27

⁹⁸ Исто, стр. 28

реосигурување дефинирано со предизвик од претходнодефинирана односно предвидена индустриска загуба. Главната разлика меѓу горенаведените инструменти е што фјучерсите не содржат ултимативна клаузула за нето загуба, која бара од инвеститорите да ја надокнадат загубата пред жалбата да биде исплатена. Специфично е што овие фјучерси можат да бидат тргувани и како инвестирачки, но и како договор за реосигурување, а се ценети и поради тоа што не го копираат ризикот, туку се јасни и сигурни договори.

Иднината на финансиското работење мора да се потпира на анализи на движењата на каматните стапки, задолженоста, и нивото на ливериџ, поради тоа што тие се главни показатели за трендот на пазарите и институциите.

Анализата мора да зема насока на поголемо емпириско истражување, со кое многуте модели кои се развиваат ќе се надградат и ќе одговорат на потребите за навремено алармирање и правилно користење на финансиските иновации, посебно на дериватите. Дериватите се соочени со аверзен пристап од страна на инвеститорите, поради стравот од повторен пад на економијата и поради стравот од тоа дека рецесијата сè уште не е надмината. Сепак, постојат и такви кои заработуваат за време на нерамнотежи, но целта на овој труд не се поединци, туку е состојбата во целина. Тоа значи согледување на иднината на финансиските пазари и работењето на нив, затоа што настана јаз, во кој што некои помислија дека ќе се вратеме на основната економска база. Мое мислење е дека иновациите на финансискиот пазар нема да застанат, но дека ќе добијат поинакво темпо. Во основа, ако се размисли потемелно, проблемот не е во создавањето на финансиски иновации. Ако се има потреба од создавање на инструменти, за кои има побарувачка, тоа значи дека некој ги сака таквите инструменти, но проблемот беше во нивното запоставување од системот. Општествениот систем, легислативата, пропишаните норми и правила треба да застанат сеопфатно.

Иднината на финансиското работење мора да се насочува во две насоки. Едната квантитативна, а другата правна. Квантитативната насока на развој треба да опфаќа поразработени математички модели со кои ќе се предвидува влијанието на факторите, (интерни и екстерни, ex и post), а со тоа да се овозможи навремено согледување на реалната финансиска слика. Од друга страна, за да бидат опфатени реалните варијабли во моделите мора да постои правна рамка, регулирана и стриктно одржувана. Посебно, акцент да се стави на финансиските деривати и нивно имплементирање во законските рамки, на ниво како и останатите финансиски институции. Тековната ситуација ни

покажа дека сите инструменти се важни и влијаат на финансискиот систем, независно која институција е носител.

Од аспект на технишко-технолошкиот развој, иднината нема да се враќа на готовинско работење, инструментите како картичките и различните автоматски машини ќе продолжат да се развиваат, но овде се поставува прашањето како и до каде да се уреди нивото на задолженост. Факт е дека откако луѓето поседуваат електронска форма на пари, имаат помала свесна контрола на нивото за задолжување.

На крај, останува надеж дека иднината на финансиското работење ќе се насочи кон инвестиции на реални капитални основи, кои ќе го развиваат претприемништвото и ќе предизвикаат реална алокација на ресурсите кон индустрии кои се потенцијално потребни на општеството во целина. Останува надеж и дека економијата ќе развие механизми со кои ќе се издвои од политичките текови и аспирации (што е многу тешко – скоро неостварливо, а многу моќно и влијателно врз глобалната економска состојба).

5 дел

ФИНАНСИСКА РЕГУЛАЦИЈА НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР

5 ДЕЛ – ФИНАНСИСКА РЕГУЛАЦИЈА НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР

1. *Потреба од финансиска регулација*

Финансиските пазари, финансиските институции, финансиските инструменти, монетарната политика и фискалната политика заемно градат еден систем. Тој систем се нарекува финансиски систем. Финансискиот систем по својата структура е поразличен од останатите. Неговата комплексност придонесува овој систем да е еден од најрегулираните системи. Оваа регулација се должи на специјалните карактеристики кои се својствени за секој еден елемент од овој систем.

Дефинирањето на финансиските пазари како институционално организирано место на кое се одвиваат точно одредени трансакции под точно одредени услови: простор, време, учесници, мерни единици наметнува пошироки граници на опфаќање.

Простор – финансиските пазари опфаќаат подрачја кои не секогаш се поистоветуваат со границите на правно дефинираната држава. Финансиските пазари опфаќаат меѓународни рамки и димензии.

Време – временските уредувања на финансиските пазари исто така се разликуваат од останатите видови пазари. Времето може да биде разгледано од два аспекта. Од аспект на работно време за извршување на трансакциите, кои можат да покриваат работни недели, осумчасовни работни денови, ограничувања на часови во текот на денот, па се до временска неограниченост (зависно од видот на финансиската институција). Другиот аспект е аспектот на временската димензија на финансиската трансакција. Финансиските трансакции вообичаено се поврзани со „испорака“ која ги поврзува сегашноста со иднината. Вообичаено тргувањата се одвиваат на основа на исплаќања кои треба да се случат на некој иден датум.

Учесници – на финансискиот пазар учесниците не се дефинираат само како субјекти на стана на понудата и субјекти на страна на побарувачката. Поради комплексноста на пазарите од овој тип постојат учесници, кои се имаат појавено, се развиваат и добиваат сè поголем замав. Тоа се т.н. финансиски посредници. Финансиските посредници стојат меѓу понудувачите (штедачите) и побарувачите (инвеститорите), а тие во исто време претставуваат и понудувачи и побарувачи.

Мерни единици – ако ги дефинираме како такви, единиците со кои се мери извршената трансакција и истата се вреднува, кај финансиските пазари се забележува голема разнообразност. Ако како мерна единица се земе количината на инструментите кои се разменуваат тоа можат да бидат една, две, десет или пак цел пакет на акции, обврзници, благајнички записи итн. Ако како мерна единица се земе валутата со која се работи на тој пазар, може да стане збор за домашна валута, но и за многу други конвертибилни валути. Од сите нив се појавува моментот на „тргување“ и со девизните курсеви, поточно разликата во нив.

Ваквото проширување на границите на опфаќање на оваа област, финансиска структура, покажува зошто е значајно и комплексно регулирањето на истата.

Вклученоста на многубројни физички и правни лица, на многу простори, а не само во рамки на една земја, работата со различни валути и временската компонента „непознатост и несигурност“ на иднината се база и минимален предуслов кој укажува на нужноста на вклученост на регулација во финансискиот систем.

Целиот овој аспект разгледуван од друга точка може да се надгради. Освен основните и минимални потреби, за кои пишувам погоре, присуството на глобализацијата, финансиските иновации и потенцијалните финансиски кризи се скала погоре за потребата од финансиска регулација.

Доколку е потребно да се образложи зошто е потребна финансиската регулација во присуство на тие така наречени надградени аспекти најдобро е да се цитираат неколку ставови, директно поврзани со актуелните тековни случувања.

„Во Минхен италијанскиот премиер Марио Монти оцени дека еврозоната се наоѓа на добар пат да ја надмине кризата. Се движиме кон решение за кризата во еврозоната, изјави тој во говор на 48. Меѓународна безбедносна конференција. Мора да градиме мостови меѓу еврозоната и другите држави, изјави тој изразувајќи жалење што Велика Британија одбива да учествува во новиот европски фискален пакет. Шефот на Дојче банк Јозеф Акерман предупреди на несолвентноста на Грција и поделбата на еврозоната. *Во такаков случај би дошло до незамисливи колапсерални шпекулации*, изјави тој на Минхенската конференција на панелот на тема 'Финансиската криза и импликациите врз меѓународната безбедност'. Акерман предупреди дека постои опасност од 'зараза' врз други држави и рече дека не се работи само за Грција туку и за

Европа. Се работи за тоа Европа да остане обединета, што е во интерес на генерациите што доаѓаат, нагласи тој“.⁹⁹

„Нема да има нова помош за Грција ако нема спогодба со 'тројката' од ЕУ, ЕЦБ и ММФ, изјави во Париз германската канцеларка Ангела Меркел, цитирана од француските медиуми. На заедничка прес-конференција со Меркел, нејзиниот домаќин, францускиот претседател Никола Саркози потврди дека Атина нема да добие пари доколку не се спогоди со кредиторите. Меркел повторно увери дека сака Грција да остане во еврозоната. Саркози и Меркел се обединија околу идејата каматите на грчките долгови да бидат блокирани на една сметка, за да има гаранција дека овие пари ќе бидат постојано на располагање. Францускиот шеф на државата подвлече дека: Грциите ја презедоа обврската и треба стиркично да ја почитуваат - немаат избор, времето не чека, што е прашање на денови, сега веќе треба да се заврши. Преговорите меѓу Грција и нејзините кредитори за спречување на банкротот на земјата во март ги надминаа сите предвидени рокови, предупреди портпаролот на Еврокомисијата за економски и монетарни прашања Амадеу Алтафаж. Вистината е дека веќе ги испуштивме сите рокови, изјави Алтафаж, портпарол на еврокомесарот Оли Рен, дополнувајќи дека тројката е во полегото на грчките власти. Се надевавме дека неопходните одлуки ќе бидат донесени најдоцна до крајот на минатата недела, и дека можеше да има средба на Еврогрупа, на која ќе бидат одобрени, дополни тој. Сите стирани (во преговорите) презедоа обврска да го сторат максимумот, но има рокови кои не може едноставно така лесно да се пренебрежат,“ подвлече Алтафаж“.¹⁰⁰

Ова покажува дека потребата покрај од микро- се јавува и од макроекономски аспект, поради распространетото влијание на финансиските системи. Извадоците погоре зборуваат за Европа и европските проблеми, а подолу се навраќаме на блиското минато кое ги потресе САД, а истото како сеуште да провејува и надзира во светски рамки.

Потребата од финансиската регулација денес до таму е ревидирана што авторите на финалниот извештај на националната комисија за причините на финансиската и економска криза во САД ги набројува следниве заклучоци¹⁰¹:

⁹⁹ „Дневник“, „Монти: Се движиме кон решение на кризата“, 4.2.2012 г.

¹⁰⁰ „Дневник“, „Нема помош за Грција ако се постигне спогодба со „тројката“, 6.2.2012 г.

¹⁰¹ The Financial Crisis Inquiry Commission, “The Financial Crisis Inquiry Report * final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the united states”, Pursuant to Public Law 111-21, January 2011

- финансиските кризи можеа да се избегнат;
- распространетите распаѓања на финансиската регулација и супервизија го зацврстија уништувањето на стабилноста на националните финансиски пазари;
- драматичните пропаѓања на корпоративниот, владиниот и менаџментот со ризиците на многу систематски значајни финансиски институции беа клучна причина за последната криза;
- комбинацијата од претерано позајмување, ризични инвестирања и недостиг од транспарентност го ставија финансискиот систем во коалиција со криза;
- владина неподготвеност за кризата и со тоа вклученост во паниката на финансиските пазари;
- крах во сметководствените стандарди и работења и крах во етичноста;
- колапс на хипотекарното работење;
- ОТС дериватите значајно придонесоа да се создаде кризата;
- кредитните рејтинг агенции се исто толку значајни во финансиската деструкција.

Овие заклучоци во себе ги набројуваат: финансиската регулација и супервизија, корпоративниот и владиниот сектор, банкарското работење, државата, финансиските иновации (нови инструменти и начини на работење), недостигот на етика. Се погоре набројано само ја покажува големината на финансиската структура и опсегот на влијание на оваа структура врз работењето на останатите економски компоненти.

Меѓутоа, финансиската регулација не случајно е спомената прва. Доколку регулацијата се испочитува, нема да дојде ниту до драматични пропаѓања на големи корпорации, ниту кредитирањето ќе заземеше размери кои не се контролираат, ниту владата ќе беше доведена до свршен чин и ситуација да донесува стратешки решенија за „пет минути“, ниту пак сметководствените, ревизорски и кредитни рејтинг агенции ќе си поигруваа со математиката и етиката и на крај ниту поединците т.е. финансиските посредници ќе играа на берзите (со инструментите создадени за покривање на нивниот грб) како да станува збор за спортски обложувалници.

Тоа е потребата од финансиската регулација.

Во 2007 година убаво се покажа потребата од финансиска регулација, а најпрвиот заклучок на Комисијата е дека финансиската криза можела да биде одбегната.

2. Структура на финансиската регулација

Финансискиот пазар може да се разгледува како¹⁰²:

1. Ефикасен пазар;
2. Комплетен пазар.

Доколку трошоците на спроведувањето на финансиските трансакции на финансискиот пазар се сведуваат на ниво да се толку ниски колку што тоа е можно станува збор за пазар кој го исполнува моментот на ефикасност и таквите пазари спаѓаат во групата на ефикасни пазари.

Доколку пазарот со својата понуда ги задоволува сите желби на инвеститорите преку понудата, тогаш тој пазар го исполнува критериумот за комплетност.

И ефикасноста и комплетноста на пазарот се трудат да одговорат на потребите на учесниците на истиот. Така, и двата пазари имаа за цел исполнување на барањата на двете страни, но ако се погледне посуштински ефикасниот пазар примарно ги исполнува барањата на страната на понудата, а комплетниот пазар барањата на побарувачката.

Токму исполнувањето на овие барања и остварувањето на финансискиот пазар како ефикасен и комплексен го насочуваат кон процес на финансиски иновации. За да се преживее новото финансиско опкружување, финансиските институции истражуваат и развиваат нови производи кои ќе одговараат и на барањата на побарувачката, а и на профитабилноста. Целокупниот ваков процес е познат како финансиски инженеринг.

Почетоците на финансискиот инженеринг кои лежат некаде во 60-тите години на минатиот век се резултат на некои поклопени околности за тој временски период кои поставија неопходност од појава и развој на финансиските иновации.

Како индивидуалните така и финансиските институции, во тој период се соочиле со значајни промени во економското опкружување. Овие драстични промени

¹⁰² Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски факултет - Скопје, 2004, стр. 16

се манифестирале преку инфлацијата, каматните стапки, односот инфлација – каматни стапки кои се потешко се предвидувале и сл.

Овие промени извршиле менувања кај побарувачката. Истовремено, освен економското опкружување промени претрпувало и технолошкото опкружување. За разлика од промените во економското опкружување кои извршиле промена на страната на побарувачката, технолошката т.е. компјутерската револуција извршила промени на страната на понудата. Значи промените се одвивале интензивно и на двете страни на финансискиот пазар. Како резултат на тоа се отежнувала регулацијата. Финансиските посредници станале свесни дека во такви променети околности на целокупниот финансиски пазар и појавата на многу нови алтернативни ресурси кои можат да се искористат за зголемување на добивката, мораат да употребуваат и изнаоѓаат нови инструменти кои ќе бидат атрактивни, незастарени, и кои ќе одговараат на тековните случувања. „Ниеден 20-годишен период во финансиската историја не забележал дури ни приближна ерупција на иновативни активности“¹⁰³.

Резултатот на таквите случувања во 60-тите години на минатиот век се одразиле во конкретни инструменти и мерки.

Резултати од промените на страната на побарувачката се: хипотекарните заеми со прилагодливи камати и финансиските деривати.

Резултати од промените на страната на понудата се: кредитните и дебитните картички, електронското банкарство, “junk” обврзниците, пазарот на комерцијални хартии од вредност - “commercial paper market”, секјуритизацијата.

Вака променетиот и унапреден финансиски пазар барал и соодветна структура на финансиската регулација која на сето ова одговара со посебни модели, форми и правни рамки на функционирање. Сите тие, во светски рамки нијансираат во зависност од развиеноста на економиите.

2.1. Модели на финансиска регулација

Моделите на регулација се дефинираат според обемот на покриеност на финансиските институции и финансиските активности од страна на регулаторната структура на дадена земја. По ова и се разликуваат од формите на регулација кои

¹⁰³ Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски факултет - Скопје, 2004, стр. 15

поединечно опфаќаат активност или институција, како и што и колку е дозволено да се работи.

Постојат три главни модели на финансиска регулација во светски рамки¹⁰⁴.

Земјите кои применуваат различни поодделни регулатори за различни типови на финансиски компании влегуваат во моделот на регулација наречен *функционална регулација*. Ваквиот модел на регулација сè почесто се напушта од причина што финансиските пазари стануваат сè повеќе меѓусебно поврзани, а компаниите интернационализирани. Исклучок од ова се САД кои остануваат на примената на високо комплексна форма на функционална регулација.

Унитарна, единечна регулација е вториот светски познат модел на финансиска регулација. Кај овој модел на регулација една, поединечна, институција го покрива поголемиот ако не и целиот финансиски сектор. Ваков модел применува Велика Британија и FSA (Financial Services Authority). Раните 90-ти години и скандинавските земји се приклучуваат на овој модел. Следејќи го Британскиот пример, кон овој модел се приклучени и Јапонија, Јужна Кореја и Германија. Сега повеќе од педесет земји оперираат слично, иако ниедни два модела не се исти. Разликите не се јавуваат во делот дали на институциите им се дозволени повеќе активности, туку во делот колкав е опсегот на дејности дефиниран со правните рамки на земјата, колку разноликоста на активностите вршени од еден финансиски ентитет се применува и колку често се среќава во финансиското работење. Овој модел (согледуван од активностите на банките) е познат и како универзално банкарство.

Третиот модел познат како *Twin Peaks модел* ги вклучува земјите кои применуваат два етаблирани регулатори: еден за разумно, внимателно насочување на капиталот, а другиот за мониторинг на генералното водење на бизнис стандардите. Само две земји го следат овој модел кој е создаден од англиски академици, а тоа се: Австралија и Холандија. Тие го примениле моделот во дискретни, но значајно различни насоки. Во Амстердам централната банка е првиот вид на регулатор (за разумно насочување на капиталот). Во Сиднеј постојат одделни органи кои и оставаат на Банката на резерви да го набљудува платниот систем и да е одговорна за финансиската стабилност.

¹⁰⁴ Marshall Jevons - Bayesianheresy, "Three models of financial regulation", april 5, 2008

2.2. Форми на финансиска регулација

Причините за регулирање јасно покажуваат неопходност за финансиска регулација. Поставеноста на финансиската структура овозможува финансиското регулирање да биде анализирано од повеќе аспекти и димензии. Врз основа на нив се јавуваат повеќе форми на финансиска регулација. Овде преглед ќе се направи на формите на финансиско регулирање анализирани од аспект на *финансиските институции*, *финансиските активности*, вклученоста на *меѓународните рамки во финансиското работење* и форма на *информациска регулација* која во современите финансиски текови добива сè повеќе на значење.

Регулација на финансиските институции

Регулирањето на финансиските институции го опфаќа сегментот од целокупната анализа на финансиското регулирање која се однесува на многубројните финансиски деловни ентитети и нивното значење во целокупниот економски сектор.

Финансиските деловни ентитети со потенцијалната можност во себе да делуваат на многу широки економски подрачја токму од тие причини се ограничени во делокругот на својата диверзификација и активности. Регулацијата гледана од овој агол се однесува на ограничување, контролирање и мониторинг на областите во кои можат да се вклучат институциите. Законски (обично во рамки на држава) е утврдено како може да се основа комерцијална банка, штедилница, инвестициски фонд, пензиски фонд, осигурителен фонд, брокерско друштво, берза, банка за поддршка на развојот и сл. Освен можноста за основање, утврдени се и дозволените активности кои овие финансиски институции ќе ги извршуваат. Со ваквата регулација се уредени прашања од типот кој може да основа финансиска институција, колкав може да биде основачкиот влог, кој да учествува во него, во кои активности пријавената институција може да се впушта, како смее да ги користи средствата, колку странски резиденти и ентитети можат да бидат вклучени во работењето на институцијата, како да се избегне проблемот со оданочувањето и малверзациите со истиот и сл.

Значи бариерите за влез на пазарот, следењето на законски пропишаните норми за водење и објавување на извештаи за работењето, рестрикцијата на обемот на капитал и вложувањето на средствата, депозитното осигурување, ограничувања на конкуренцијата, ограничувачки мерки за и од каматните стапки се само дел од мерките

кои регулацијата ги има применувано и ги применува во секторот за обезбедување безбеден финансиски систем со стабилни финансиски институции.

Поради ваквата опсежност на работата на финансиските институции и државата е инволвирана во нивното регулирање. Дури нејзиното присуство во регулативните рамки повторно добива на одобрување поради последната финансиска криза која доби и економски и светски размери.

Регулација на финансиските активности

Која било институција својата реализација ја остварува преку одредени активности. Предметот на финансиско регулирање на активностите не го опфаќа делот на регулирање *што* да се работи, туку го опфаќа делот *како* да се работи. Она што одредена институција треба и смее да работи е опфатено во регулацијата на финансиските институции. Регулацијата на финансиските активности навлегува во координирањето и контролата на *моралниот ризик, ризикот од погрешна селекција и инсајдерското тргување*.

База на оваа регулација е информацијата. Затоа, всушност, станува збор за информациска регулација. Најголема неизвесност, а со тоа и најголем ризик создава непристапноста до информациите. Проблемот на непристапност до информациите се сведува на непристапност до вистински и точни податоци. Ваквата неинформираност при тргувањето го зголемува ризикот многукратно. Асиметричноста на информациите при тргувањето на финансиските пазари значи дека инвеститорите можат да бидат подложени на ризик од погрешна селекција или морален hazard поради тоа што едниот учесник во трансакцијата секако знае помалку за другиот учесник.

Ризикот од погрешна селекција значи недоволна информираност и постоење ризик пред склучувањето на трансакциониот договор, а моралниот ризик настапува после склучувањето на трансакциониот договор. На пример, непоседување доволно информации и непоседување точни податоци, за кредитобарателот кој побарува одреден банкарски кредит ја доведува банката пред ризик од погрешна селекција. Додека, не поседување информации за начинот на употребата на средствата од одобрениот кредит, од страна на кредитобарателот (на кој веќе му бил одобрен кредит) за банката предизвикува постоење на морален ризик.

Инсајдерско тргување е користење на информации однатре во институцијата, и тоа предвремено и недозволно, со што одредени субјекти добиваат можност да

излезат со активност пред пазарот и да го искористат тој момент за заработки или избегнување на загуби. Ваквото тргување не е оправдано од причина што одредени лица или институции ги става во поповолна ситуација, ја нарушува конкуренцијата и бариерите против монополизам. На ваков начин одредените субјекти се во повластена ситуација.

Поради ваквите информациски асиметрии и нивната малверзација се формираат и законски регулативи покриени од специфични институции и државата, за да се обезбеди поголема безбедност при тргувањето.

Барањето на водењето на извештаите по унифицирани модели, барањето на прикажување на точни податоци, приложување на релевантни информации се едни од формите на регулација.

Постојењето на ваков ризик кај инвеститорите или пак во обратна ситуација и кај штедачите предизвикува повлекување од финансиските пазари и финансиското работење, што секако не е цел. Не е цел затоа што таквото повлекување на субјектите од финансиските пазари предизвикува лоша алокација на средствата и во крајна мерка нарушување на економската активност.

Институции кои го покриваат регулирањето на финансиските активности поради проблемите со кои се соочени се координираат и соработуваат меѓу себе. Рековме и порано – финансискиот пазар не познава граници.

IOSCO Мултилатерален меморандум за разбирање, концентрација, консултација и кооперација, како и размена на информациите во себе ги има вклучено следниве учесници: Alberta Securities Commission (SC), **Алберта**, Australian Securities and Investments Commission (ASIC), **Австралија**, Central Bank of Bahrain (CBB), **Бахаин**, Banking, Finance And Insurance Commission, **Белгија**, Bermuda Monetary Authority, **Бермуди**, British Columbia Securities Commission (BCSC), **Британска Колумбија**, British Virgin Islands Financial Services Commission, **Британски Девствени Острови**, China Securities Regulatory Commission, **Кина**, Czech National Bank, **Чешка**, Denmark Financial Supervisory Authority (Finanstilsynet), **Данска**, Dubai Financial Services Authority (DFSA), **Дубаи**, Financial Supervision Authority, **Финска**, Autorité des marchés financiers, **Франција**, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin), **Германија**, Hellenic Republic Capital Market Commission (CMC), **Грција**, Guernsey Financial Services Commission (FSC), **Guernsey**, Securities and Futures Commission, **Хонг Конг**, Hungarian Financial Supervisory

Authority, **Унгарија**, Securities and Exchange Board of India (SEBI), **Индија**, Financial Supervision Commission, **Остров на Мај**, Israel Securities Authority (ISA), **Израел**, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, **Италија**, Financial Services Agency (FSA), **Јапонија**, Jersey Financial Services Commission (FSC), **Џерси**, Jordan Securities Commission (JSC), **Јордан**, Capital Markets Authority of the Republic of Kenya (CMA), **Кенија**, Lithuanian Securities Commission, **Литванија**, Commission de surveillance du secteur financier, **Луксембург**, Securities Commission, **Малезија**, Malta Financial Services Authority (MFSA), **Малта**, Comision Nacional Bancaria Y De Valores (CNBV), **Мексико**, Montenegro Securities Commission (MSC), **Црна Гора**, Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM), **Мароко**, The Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM), **Холандија**, Securities Commission (SC), **Нов Зеланд**, Securities and Exchange Commission (NSEC), **Нигерија**, The Financial Supervisory Authority of Norway (Kredittilsynet), **Норвешка**, Ontario Securities Commission (OSC), **Онтарио**, Financial Supervision Authority, **Полска**, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), **Португалија**, Autorité des marchés financiers, **Квебек**, Romanian National Securities Commission, **Романија**, Monetary Authority of Singapore, **Сингапур**, The National Bank of Slovakia, **Словачка**, Financial Services Board (FSB), **Јужна Африка**, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), **Шпанија**, Securities and Exchange Commission, **Шри Ланка**, Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC), **Тајланд**, Capital Markets Board (CMB), **Турција**, Financial Services Authority (FSA), **Велика Британија**, Commodity Futures Trading Commission (CFTC), **САД**, Securities and Exchange Commission (SEC) **САД**.

Членки на IOSCO кои влегуваат под Анекс Б се:

Comisión Nacional de Valores de Argentina (NSCA), **Аргентина**, The Austrian Financial Market Authority, **Австрија**, Financial Supervision Commission (FSC), **Бугарија**, Superintendencia de Valores y Seguros, **Чиле**, Superintendencia General de Valores of Costa Rica, **Коста Рика**, Securities and Exchange Commission, **Кипар**, The Capital Markets Authority of Egypt (CMA), **Египет**, Superintendencia de Valores (Superval), **Ел Салвадор**, The Securities and Exchange Commission of the Republic of Macedonia (MSEC), **Македонија**, Securities & Exchange Commission of Ghana, **Гана**, The Indonesian Capital Market Supervisory Agency (BAPEPAM), **Индонезија**, Financial Services

Commission/Financial Supervisory Service (FSC/FSS), **Кореја**, Comisión Nacional de Valores, **Панама**, Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, **Перу**, Securities and Exchange Commission (SEC), **Филипини**, Federal Financial Markets Service of Russia (FFMS), **Русија**, Swiss Federal Banking Commission, **Швајцарија**, Financial Supervisory Commission of Chinese Taipei, **Кинески Тајпеј**, Conseil du marche financier of Tunisia, **Тунис**.

САД, Белгија, Франција, Холандија, Португалија, Велика Британија, Германија, Индија, Јапонија, Кореја, Норвешка, Швајцарија, Австрија, Белгија, Бугарија, Канада се земји кои од 2006 година имаат влезено во интензивни аранжмани и дијалози за постигнување и поставување на соработка со регулаторите на светските развиени финансиски центри.

Некои од организациите и органите кои работат на ваквата регулација се: во САД од 1934 година е формиран SEC (Security and Exchange Commission) Комисија за безбедност и размена, во Германија функционира (German Federal Financial Supervisory Authority) Германско федерално финансиско супервизорско раководство, на ниво на Европска унија (за земјите Белгија, Франција, Холандија, Португалија и Велика Британија) го развиваат (College of Euronext Regulators) Колегиум на регулатори за идна Европа, во Велика Британија постојат уште и супервизорско раководство и Совет (United Kingdom's Financial Supervisory Authority и UK Financial Reporting Council), соодветно.

Во Америка пред 75 години за да се поврати инвеститорската доверба по настаните од Големата депресија, Конгресот ја формира Комисијата за безбедност и размена SEC. SEC работи до денес, продолжувајќи ја истата работа со јасна мисија: заштита на инвеститорите; фер, одреден и ефикасен пазар; олеснување на капиталното развивање¹⁰⁵. Потребата од јасна и гласна регулација станува уште попотенцирана со влезот на трансакциите на националните хартии од вредност меѓу глобалните профитни конкуренти и тргувања.

Организациите од ваков тип се насочени кон одржување на довербата во финасискиот систем или пак обновување на истата доколку дошло до нејзино нарушување. Сето ова се постигнува со следење и насочување на законските рамки, зацврстување на кредитните рејтинзи, објавување на јасни и конзистентни правила. Глобализирањето на финансиските пазари ги принудува институциите од ваков тип

¹⁰⁵ SEC, "A Globally active SEC – SEC 2012 Report", 2012

посебен аспект да обратат на соработката со институциите од другите земји. Кооперативни аранжмани со нивен посебен осврт за време на кризи (во форма на принудна регулација и супервизорска координација), засилувањето на правниот систем и поддржувањето на висококвалитетен конзистентен и интернационален сметководствен стандард се само еден дел од одговорот на спречување на информациска дерегулација во меѓународни рамки. Тука мора да го надоврземе и аспектот на модернизацијата која ги следи и финансиските пазари. Финансиските пазари не само што се отворени, туку избилуваат со иновации, па овие институции инвестираат и во нови технологии и аналитички алатки, кои овозможуваат зацврстување на правните рамки, зголемување на инвеститорските откритија и заштита. Посебно значаен и нов момент во работата на институциите кои се занимаваат со проблематиката околу информациската асиметрија е насочувањето кон индивидуалните инвеститори. Совладувањето на регулаторните, правни јазови, зголемувањето на заштитата на инвеститорите гледани од микро аспект, овозможувањето на разбирливост на инвестирањето и за обичниот граѓанин овозможуваат индивидуалниот инвеститор да се смета за примарен – што е нов приоритет на организациите кои работат на информациска регулација.

Останати форми на регулирање

Покрај разгледувањето на регулирањето на финансиските институции и финансиските активности кое е доста широко, постојат одредени аспекти на финансиското работење кои можат засебно да бидат разгледани.

Регулацијата на *меѓународните финансиски активности* е опфатена во посебен сегмент кој се повеќе се проширува и унифицира.

Исто така, *монетарната регулација*, може да се опфати како посебна целина за разгледување, поради нејзината специфична цел.

Регулирање кое го опфаќа меѓународниот аспект – комплексноста на овој аспект е сместена во различните законски акти и прописи кои ги поседуваат различните земји. Од тие причини, надополнети со сигурниот пренос на потенцијалните нерамнотежи во пошироки рамки токму поради интернационализираноста на финансиското работење оваа регулација ги опфаќа активностите и институциите кои се пласираат и реализираат не само во национални

граница, туку и надвор од нив. Посебно се потенцира можноста за влез на туѓи пазари и активностите кои можат и мораат да се извршуваат.

Ваквата регулација е посебно нагласена за финансиските посредници. Посебен акцент се става на банкарското работење од причина што проблем во меѓународното банкарско работење претставуваат разликите во начинот на осигурување на депозитите, отсуството на задолжителните резерви, адекватноста на капиталот, делегирањето на супервизијата на народните банки и сл.

Од таа причина 1974 година, 11 гувернери на централни банки од развиените земји го формираа Базеловиот комитет. Подобрата координација на надзорот вршен од националните власти над меѓународниот *банкарски* сектор е примарната причина за формирањето на овој комитет. Со посебен договор од овој Комитет т.н. „Конкордат“ се навлегува во начинот на спроведувањето на надзорот, при што се дозволува инспекција од или во име на властите од земјата од каде што потекнува банката на територијата на властите домаќини. Усогласување се постигна и за нивото на адекватност на капиталот, големина која треба да изнесува 8% од банкарската актива пондерирана според ризикот плус надворешно – билансните обврски. Иако ова прашање се имплементираше потешко, на него се работи преку барања за унификација и на водењето на сметководствените извештаи и начинот на пресметување и калкулирање на цените на различните инструменти.

Интернационалните стандарди за финансиски извештаи (IFRS) се стандарди, интерпретации и рамки за подготовката и презентацијата на финансиските извештаи, усвоени од Одборот за интернационални сметководствени стандарди (IASB).

IFRS се состои од сет на стандарди базирани на принцип на објавување на правила како и точно специфицирани постапки. Според глобалното дефинирање, стандардите за интернационално финансиско известување се состојат од:

- IFRS - стандарди издадени по 2001 г.;
- Интернационални сметководствени стандарди (IAS) – стандарди издадени пред 2001 г.;
- Интерпретации, произлезени од Интернационалниот комитет за извештајно интерпретирање (IFIRC) – стандарди издадени по 2001 г.;
- Standing Interpretations Committee (SIC) – издадени пред 2001 г.

Повеќе од 100 земји, вклучувајќи ги и земјите од Европската унија одбраа или дозволуваат IFRS извештаи од компаниите. Од овие, приближно 85 земји одлучиле да бараат Извештаи базирани на IFRS за сите домашни компании. Пазарната капитализација на внатрешните трансакции во земјите кои веќе применуваат IFRS Извештаи претставува приближно 35% од глобалната пазарна капитализација за фискалната 2012 година, споредбено со 34% за американските трансакции. Учеството на глобалната пазарна капитализација претставена преку IFRS пазарите се очекува да расте¹⁰⁶. Вкупната пазарна капитализација на сите јавно тргувани компании во светот беше 51.2 милијарди американски долари во јануари 2007 година, пораснаа на 57.5 милијарди американски долари во мај 2008 година за да во септември 2008 година се намалат на 40 трилиони американски долари.

Согласно со понудените показатели заклучокот би бил дека униформираноста ги поттикнува финансиските трансакции, дури и оние водени од државите. Сепак финансиската криза од 2008 година го покажува своето лице, а потврдува и колку е значаен, голем и брз ефектот од несоодветна финансиска регулација и колкава е реакцијата од појавата на економски нерамнотежи.

Монетарното регулирање – е опфатено во оваа потточка од причина што неговата намена се разликува од останатите аспекти на разгледување на финансиското регулирање.

Во монетарно регулирање спаѓаат мерките кои ги преземаат централните банки за насочување на монетарната политика на земјата. Централните банки се користат со инструменти, дали директни или индиректни, преку кои реализираат монетарни стратегии. Со примената на монетарните стратегии се постигнуваат цели на национално ниво на повлекување или зголемување на паричната маса, на покачување или намалување на каматните стапки, на експанзивност или рестриktivност, на стабилност на цените и сл. Централните банки можат да се користат со операциите на отворен пазар или пак задолжителните резерви, па до крајна линија и како позајмувач во крајна инстанца.

Современите финансиски текови и иновации се насочени кон примена повеќе на индиректните инструменти кои не делуваат директно на целта, кои се пофлексибилни и даваат поголем простор на пазарот да дејствува со своите сили. Сепак, тековните случувања и тековната криза покажуваат дека на пазарот е поризично

¹⁰⁶ SEC, “A Globally active SEC – SEC 2012 Report”, 2012

да му се верува и дека покрај неговата сила, потребно е да постои некој кој таа сила ќе ја насочува кон тек кој нема да се изгуби и да заземе насока непожелна за целокупното стопанство и светската економија.

Директните инструменти за разлика од индиректните не се толку флексибилни и често се критикуваат поради нивната демотивиращка компонента која се изразува преку алокацијата на средствата, како и моментот што овие инструменти можат да делуваат дестимулирачки на конкурентноста. Овие инструменти обично се користат од неразвиените земји и од земјите во развој при преминот кон развиени пазарни структури. Ова е така затоа што реализацијата на индиректните монетарни инструменти ефективно се изразува кога финансиските пазари и инструменти се доволно развиени.

Примената на кој било тип на инструменти од страна на централната банка ѝ овозможува на централната банка покрај остварувањето на крајната монетарна цел, која обично е сведена на стабилност на цените, да врши контрола и врз работата на останатите финансиски институции кои се под нејзина надлежност.

2.3. Правна рамка на функционирање на финансиската регулација во развиените земји

Улогата на најглавен виновен за појавата на кризите многу економисти ја препишуваат токму во препуштањето на многу голема слобода во рацете на невидливата рака на пазарот (конкретно финансиската дерегулација на американскиот пазар во 80-тите години на минатиот век). Филозофијата на „пазарен фундаментализам“ е доведена во прашање поради тоа што финансискиот пазар сам по себе веќе покажа немоќ да се справи со кризата. Така, и во најголемата финансиска економија во светот, Америка, сега државата презема мерки во различни форми, па дури и „Иницијативи за стабилност на сопствениците на имоти“ за да се намали, односно да добие реални основи долгот на должниците кои користат хипотекарни заеми, а статистиките покажуваат дека 27% од нив имаат долг поголем од сегашната вредност на нивните имоти и да се извршат приспособувања на каматните стапки врз основа на тековната пазарна каматна стапка.

Сепак, прашањето не се сведува само на американската економија. Изјавата на Џозеф Штиглиц: „Ние ја извезувавме филозофијата на намалување на државното регулирање на економијата, ние извезувавме токсични хипотекарни хартии од вредност, а сега го извезуваме и нашиот стопански пад“ е потврда дека разрушениот

финансиски систем е инфилтриран во светски рамки. Дури многу од земјите т.е. земјите од регионот на Азија и Блискиот Исток поради недостигот на општ механизам што би ги заштитил од неповолни економско-финансиски текови во последните десетина години се имаат насочено кон девизните резерви.

Регулаторниот процес треба да се базира на цврста рестрикција на позајмиците кои се многу ризични. Регулаторниот процес мора да постави адекватни барања за капиталот и да не дозволува регулаторни привилегии односно регулаторна толеранција.

За регулаторниот процес да не работи како што треба најчесто слабоста се јавува кај менаџерскиот тим кој треба да управува со овој процес, како и слабостите кај банкарските менаџери кои не секогаш ги имаат сите потребни ресурси и знаење за да ја вршат работата соодветно. Друг значаен момент за слабостите на финансиската регулација е ризикот од морален hazard. Морален hazard се јавува на ниво на регулаторите и политичарите од една страна и даночните обврзници и гласачите од друга страна. Овој ризик се јавува во моментот кога надлежностите поради одредени причини не се исполнуваат онака како што е пропишано, договорено или се искривуваат податоците. Тие одредени причини можат да бидат: предизборни моменти, лични интереси и сл. Често како недобра, регулацијата станува поради стравот од неуспех кој се јавува кај регулаторните институции т.е. кај менаџерите на регулаторните институции или пак поради неуспешна и неправилно спроведена супервизија и мониторинг.

Целокупните финансиски трансакции на финансискиот пазар може да се поделат на активности кои се спроведуваат на *пазарот на пари* и активности кои се спроведуваат на *пазарот на капитал*.

Слабостите на регулацијата при регулирањето на пазарот на пари

Пазарот на пари се опишува како пазар на големо за нискоризични, високоликвидни, кусорочни финансиски побарувања. Не станува збор за еден пазар, туку станува збор за серија тесно поврзани пазари¹⁰⁷.

Овој пазар може да биде примарен и секундарен, при што на примарниот пазар цените (каматните стапки) се формираат на основа на квалитетот на инструментот или

¹⁰⁷ Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции, второ дополнето и изменето издание“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски факултет - Скопје, 2009, стр. 189

кредитобарателот, додека на секундарниот пазар на пари каматните стапки се формираат на основа на пазарните односи понуда – побарувачка. Тргувањето на пазарот на пари се спроведува со вообичаено должнички инструменти со рокови од еден ден до една година (просек од 3 месеци) со висок степен на сигурност на главницата. Инструментите на овој пазар се и со висок степен на ликвидност, но и се издадени во високопарични износи. Некои од најважните инструменти на пазарите на пари се¹⁰⁸: државни хартии од вредност, хартии од вредност на локалните власти и на јавниот сектор, депозитни сертификати, комерцијални хартии од вредност, банкарски акцепти, операции за реоткуп, еврадоларски депозити.

И покрај високопаричноста, сепак станува збор за нископриносни инструменти во смисла на пониската камата која е карактеристична за овие инструменти, односно инструменти кои се нискоризични. Од оваа причина гледано од аспект на финансиското регулирање, далеку од тоа дека не е потребно, но слабостите на регулацијата и практично се потврди дека многу повеќе се наоѓаат во финансиските пазари каде што се тргува со високоризични инструменти и инструменти кои ги поседуваат физички или правни лица не толку упатени во финансиското работење.

Во САД, земја која го носи приматот во финансиското работење и неговата модернизација и на чијшто пазар се евидентира промет од билиони долари за година, има развиена регулација, но сепак недоволна и регулација со слабости. На 31 март 2008 година американскиот трезор со цел подобрување на конкурентноста на американскиот пазар издаде „Нацрт за модернизирање на финансиската регулаторна структура“.

Со овој Нацрт се покажува американската спремност и потреба од следење на светските трендови и случувања на финансиските пазари. Според Нацртот се заклучува дека реформите се неопходни во правец на тоа да се овозможи одговор на значајниот напредок, на глобализацијата на пазарот на капитал, на новите и софистицирани финансиски производи, на продажните стратегии, на растот на индустријализацијата на пазарите на капитал, како и на конвергенцијата помеѓу финансиските посредници и производитите.

Сега веќе и Американците одговараат дека „значајно е да се продолжи со евалуацијата на нашата регулаторна структура и на начините за подобрување на ефикасноста, редуцирање на јазовите, зацврстување на потрошувачката и

¹⁰⁸ Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски факултет - Скопје, 2004, стр. 192

инвеститорската заштита, како и потврдување дека финансиските институции имаат способност да се приспособат и приспособат на развојната пазарна динамика“.

Овој Нацрт дава краткорочни, среднорочни и долгорочни препораки.

Краткорочно:

- Модернизација на претседателската работна група за финансиските пазари (Modernization the President’s Working Group on Financial Markets);
- Изнаоѓање на јазовите во потеклото на хипотекарната непретпазливост (Address Gaps in Mortgages Origination Oversight);
- FRB прописи за ликвидност (FRB Liquidity Provisioning).

Среднорочно:

- Структурни реформи во банкарството (Banking Structure Reforms);
- Структурни реформи со хартиите од вредност (Securities Structure Reforms);
- Надгледување на платниот систем (Payment and Settlement Systems Oversight);
- Опциони федерални договори за осигуреници (Optional Federal Charter for Insurers).

Долгорочно:

- Објективно базиран регулаторен пристап (The “objectives – based regulatory approach”);
- Привилегии за финансиски институции (Charters for Financial Institutions);
- FRB како регулатор за пазарна стабилност (The FRB as the Market Stability Regulator);
- Промислена регулаторна финансиска агенција (The Prudential Financial Regulatory Agency);
- Уредување на бизнис регулаторна агенција (The Conduct of business Regulatory Agency).

Ваквите препораки се однесуваат на проширување на фокусот на President Working Group on Financial Markets (PWG), која треба да се насочи кон целокупниот финансиски сектор; олеснување на координацијата и влијанието врз ублажувањето на систематскиот ризик врз финансискиот систем; зајакнување на интегритетот на финансискиот пазар, промовирање на заштита на штедачите и инвеститорите и поддршка на ефикасноста и конкурентноста на пазарот на капитал за да се креираат и имплементираат униформни и минимални квалификациони стандарди.

Во Англија, пак, до 1986 година улогата на регулација и контрола врз финансиските пазари ја имала Банката на Англија. Од 1986 година регулацијата на финансискиот сервис во оваа земја претрпува одредени промени и се става под контрола на Владата со Финансиско-сервисен акт (Financial Services Act). Во октомври 1997 година (Securities and Investment Board) се преименувал во Financial Services Authority FSA, кој продолжил да ги извршува функциите на Одборот на хартии од вредност и инвестиции (Security and Investment Board) - SIB плус некои други активности.

Financial Services Authority (FSA) е независно тело кое ја врши регулацијата на финансиско услужниот сектор во Англија. Нивни три стратешки цели се:

- промовирање на ефикасност, ред и фер пазарни односи;
- помагање на учесниците на финансискиот пазар во постигањето фер договори;
- докажување и подобрување на нивната способност и ефективност.

Модернизацијата на регулацијата на финансиските пазари треба да се насочува кон фер односи, поголема транспарентност, координираност, скратување на временските јазови, ажурност.

Оваа насока посебно се потенцира за пазарите на капитал (како што се согледува посебно во структурните реформи на американскиот финансиски пазар). Во следната потточка е ставен акцент на слабостите на регулацијата на пазарите на капитал.

Слабостите на регулацијата при регулирањето на пазарот на капитал

Ако на почетокот се дефинираше дека финансискиот пазар е составен од пазар на пари и пазар на капитал, може да се изведе дека се останато што се појавува на финансискиот пазар, а не се вклучува во рамките на пазарот на пари, претставува пазар на капитал. Од овој аспект, пазарот на капитал во себе ги вклучува пазарот на обврзници, пазарот на акции, пазарот на дериватни финансиски инструменти и пазарите со останатите видови на финансиски облици чишто рокови на достасување се подолги, ризикот е поголем, а приносот зависи од условите на понудата и побарувачката повеќе, отколку од квалитетот на инструментот.

Важноста на овој пазар, пазарот на капитал, се потенцира во делот од потточката, каде што се наведени дел од мерките за промена на регулативниот процес во Соединетите Американски Држави кои ударно се однесуваат токму на овој пазар.

Со фактот дека на овој пазар се тргува со инструменти од учесници кои не се само од банкарскиот сектор и од државниот сектор (кои по некое правило треба да се посигурни учесници, што не секогаш и се потврдува) укажува на зголемената ризичност. Од друга страна, станува збор за пазар кој зазема голем процент од финансискиот систем, така што со тоа се мултиплицира ризичноста со можност за нејзин пренос во пошироки размери.

Регулацијата најголемите слабости ги покажува токму на овој пазар.

Од осумдесеттите години на минатиот век па наваму финансиската регулација е означена со либерализирање и осврт кон саморегулација. Меѓутоа светските фактори, во смисла на интернационализацијата на пазарите и нарушената рамнотежа, потхранувана од земјите произведувачи на нафта до дефицитот на САД и суфицитот во Јапонија, потоа должничката криза во Јужна Америка, политичките кризи, задолжувањето во странство, транснационалните компании, поттикот на малите бизниси поддржувани од владини програми итн. бараат интернационална координација на регулацијата на финансиските системи.

„Регулацијата е дефинирана како: сите правила кои значајно влијаат на начинот на кој финансиските пазари работат, независно од тоа кој ги поставува и донесува, сè додека овие правила имаат влијание врз работата на владите или интернационалните организации“¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Peter Howells and Keith Bain, “Financial Markets and Institutions” second edition, Longman – London and New York, 1994, p.270

Финансиските пазари секаде и секогаш биле субјект на некаков вид на регулација и многу аргументи се на страната на тоа зошто регулирањето на финансиските пазари е потесно и попотребно отколку на другите пазари. Сепак, од доцните 70-ти години на минатиот век развиените земји биле опфатени со потреба од поголема слобода од државната контрола, биле опфатени со поголема побарувачка за дерегулација. Деререгулацијата во различни земји била поткрепена со различни аргументи, акти и прописи. На пример, во Англија е подржана со „економска теорија на регулацијата“ која и натаму ги посочувала непосакуваните ефекти од регулацијата. Ова вклучува¹¹⁰:

- Регулацијата *создава морален hazard*, поради тоа што им овозможува на луѓето да се однесуваат на непродуктивен начин, како на пример, да не размислуваат за квалитетот на финансиската институција, а ова пак дозволило многу неквалитетни и ризични институции да продолжат со работењето;
- Регулацијата *ги зголемува сигурносните трошоци* кои се однесуваат на понуда на гаранции и сл. со што се намалува бројот на трансакциите предвидени од индустријата;
- Регулацијата *ги зголемува трошоците за влез и излез од пазарите*, затоа што дејствува како рамка, бариера за влез со што овозможува монополизирање или стабилност на веќе формираните табори на пазарот;
- Регулацијата *е многу повеќе насочена кон производителите* и понудата отколку кон корисниците и побарувачката, а се насочува и конкретизира на точки каде веќе е поставена со што не завзема реални основи¹¹¹.

Постојат и многу аргументи кои ја потврдуваат потребата од регулирање. Најчесто овие аргументи се базирани на *можността од слом на пазарот* и *асиметричните информации*. Сепак, во периодот на доцните 70-ти години на минатиот век преовладало мислењето за потреба од дерегулирање и ни државите, ниту пак

¹¹⁰ Исто, стр. 270

¹¹¹ Аргументите за дерегулација се надополнуваат и со ставот дека пазарите подобро знаат што им треба отколку што тоа го знаат владите, посебно поради тоа што во интерес на компаниите е да знаат со какви потрошувачи соработуваат. Ова служело како најголема основа за поткрепување на саморегулирањето што по себе значи регулација која се спроведува од системот или дејноста.

финансиската индустрија не застанале зад поткрепата барем на некоја форма на регулација.

Главни аргументи создадени за саморегулирањето биле¹¹²:

- Саморегулаторното тело би требало да одговори на промената на околностите многу побрзо отколку статутарните органи;
- Вклученост на стопанствениците во формулирањето и развојот на правилата со поддршка на високи стандарди би обезбедила поефективна регулација;
- Стопанствениците (оние кои директно се вклучени во пазарните активности) се подобри од статутарните органи во препознавањето на слабостите на пазарот;
- Саморегулаторните тела би требало да реагираат побрзо;
- Владината регулација би требало да биде одржувана на дистанца (не и целосно да се дистанцира) од ден за ден регулирањето на пазарите .

Споредбено на и со повеќето развиени земји организацијата на саморегулирањето и нејзиното место во целокупниот регулаторен систем може да се сублимира.

Во регулаторната структура на развиените земји се вклучени многу институции и организации, асоцијации и тела кои треба да ја спроведуваат регулаторната шема. Притоа не се навлегува во тоа од кој модел е финансисакта регулација. За тоа служи табеларниот приказ 5.1.

¹¹² Peter Howells and Keith Bain, "Financial Markets and Institutions" second edition, Longman – London and New York, 1994, p.272

Табела 5.1. Регулација на финансиските пазари



Извор: “The regulation of financial markets”, Peter Howells and Keith Bai

Табелата 5.1. покажува колку голема дерегулација, односно колку голем сегмент на саморегулација е овозможен на пазарот на капитал. Ако се анализира левата страна со сите саморегулирани активности, од активности со хартиите од вредност, фјучерси, осигурувањето, посредниците, брокерите, до активностите на професионално признатите организации, се потврдува колку голема основа се има дадено на ваквиот вид на регулирање.

Следствено на ова се надоврзува прашањето колку оваа распределба на одговорностите се покажа успешна и дали посочените негативности на регулаторниот

процес вистински се реализираат така на пазарот. Либерализирањето на регулаторниот систем овозможи намалување на трошоците за влез и излез од пазарот, сигурносните трошоци односно потребата од гаранции се сведела на минимум, но тоа од економски аспект не е цена ни во најмали рамки за ненамалувањето на ризикот од морален hazard на корисниците, како и неуспешноста на понудувачите да се сопрат пред личните интереси и зголемувањето на профитите. Надоврзување на оваа слабост на регулаторниот систем е и неисполнувањето на аргументите за саморегулирање. Вклученоста на стопанствениците во регулаторниот процес и ефектите од него се имаа загубено на финансискиот пазар поради лични интереси и активност сведена на остварување на работите зависно личните потреби. Така, наместо стопанствениците да создаваат систем кој ќе одговори на правите потреби на економските закони, тие создале регулации која се ослободува токму во секторите каде тоа е од интерес на индивидуите, а не на целото стопанство. Саморегулирањето не се покажа како ефикасно и ефективно, ниту при способноста за брза реакција на промената на околностите. За да на крај неминовно се наметне прашањето дали последниот од аргументите за саморегулирањето, за присутноста на државата, не е сенка во која саморегулативниот процес ќе може да се сокрие.

Токму асиметричните информации, а во 2007 година и можноста за крах на пазарот се реализираа и покажаа дека светскиот регулаторен систем се потпираше на лабилна основа со многу недостатоци. Целокупното нарушување на концептот на регулација посебно доаѓа до израз на пазарот на капитал.

2.4. Правна рамка на функционирање на финансиската регулација во земјите во развој

Ако стартуваме од прашањето од каде овие економии се обезбедуваат со средства, одговорот покрај од внатрешната економија го бараме и во надворешното задолжување – централни банки, мултилатерални организации како ММФ, Светска банка, Интернационални финансиски корпорации, па потоа следува задолжување во приватен сектор (странски финансиски институции, комерцијални банки, инвестициони банки, осигурителни компании, приватен пазар – институционални инвеститори). Сето ова наметнува зголемена важност на регулацијата, посебно поради зголеменото присуство на аспирации кон малверзации со регулаторната рамка. Можеби сè уште некои автори не ја сакаат регулацијата и се поборници за дерегулација (од аспект да се мотивираат земјите за да го постигнат својот развој), но никој не тврди

дека за регулацијата е важно да се дефинира дали се цели кон заштита на системот од ризик или заштита на потрошувачите. Кај овие земји можеби е поважно да се дефинира проблемот со изворите, отколку проблемот со употребата. Долгорочното управување со капиталот, едукацијата на инвеститорите со стратегии за реален ризик, правилна поделба на клиент – физичко и правно лице и одделен мониторинг на нивната финансиска способност се дел од насоките на регулација во овие земји.

Правната рамка на земјите во развој бара не само регулација на домашниот финансиски систем, туку конзистентна форма на макроекономски сет. Сет кој се состои од конзистентност меѓу девизниот курс, режимот на капиталната сметка и домашната финансиска регулација.

3. Реулирање на финансиските деривати

Едни од најстарите датуми кога е евидентирана криза се 1630 година. И од таа година, па наваму почетоците на кризите се многу слични, а патот на развивање на истите зависи од одредени мерки, навременост, развиеност на пазарот и сл. Нормално причинителите се различни, согласно со времето и развиеноста на пазарот, но основата на случувањата е таа.

Секогаш пред да настапат кризите биле забележувани периоди на економски просперитет во кои некој ги искористува ефектите од растечкиот расположлив доход. Многу често пред појавата на кризите, на пазарите се појавувале нови, иновативни производи или индустрии и нивна водечка компанија. Меѓутоа за овие претходно наведени моменти да успеат да излезат од колосекот на оптимален економски тек, мораат да бидат надополнети со високоликвиден и слабо регулиран пазар. Регулацијата мора некаде да поткликне за цените да можат да ја поминат границата на максимум и невидливата рака на пазарот да исчезне или да се изгуби, а не да делува соодветно на пазарните услови. Може да се увиде кога невидливата рака на пазарот почнува да се губи. Обично активностите на пазарите добиваат насоки на инвестирање повеќе базирано на надежи отколку на калкулирани ризици и верувања дека цените ќе растат и само ќе растат. Влезот во зоната на шпекулација е алармантен момент на пазарното работење. За „некој“ тоа е пракса и игра со неизвесноста, но кога тоа „некој“ ќе премине на „некои“ (кои опфаќаат цели пазари) кои пред сè се неискусни, границите на

можностите треба да ги постави орган, закон или државата за да последиците потоа да не ги плаќаат сите.

Дали историјата се повторува? Ако се повторува зошто не учиме од грешките во минатото?

Администрацијата на Обама излезе со далекусежни препораки за промени во регулацијата на ОТС дериватите, но препораките во глобала не беа ништо ново. Најпрво, регулацијата пробува со заштитни активности да се обезбедува стабилност на финансискиот пазар, исто се цели кон промовирање на пазарна ефикасност и транспарентност и избегнување на пазарната манипулација, измами и други слични злоупотреби. Новите правила се насочени кон тоа да со регулацијата се обезбеди доказ дека ОТС дериватите не се пазарно несоодветни. SEC - Securities and Exchange Commission и Commodity Futures Trading Commission се оние институции кои го имаат авторитетот за регулација на ОТС дериватите и CCP (central counterparties) да присислува облигаторни маргини и останати неопходни контроли на ризикот. Важно е да се стандардизираат ОТС дериватните договори, со што ќе бидат комплетно регулирани од една или повеќе CCP институции.

Всушност, пазарните учесници токму со употреба на финансиски деривати можат на повеќе начини да го редистрибуираат ризикот. Затоа овие инструменти се предизвик пред регулацијата за поттикнување на соодветно и законски оправдано користење. Ова значи надградба на регулацијата во доменот на сметководствените правила, капиталната адекватност на финансиските институции, менаџирањето со ризикот кај финансиските институции и потранспарентни извештаи за трансакциите на дериватните пазари.

„Некои студиски анализи кои истражуваат оптимална секвенца на развој на финансиските пазари покажуваат дека не постои единствено и едноставно решение за формулирање на оптимална развојна стратегија која секогаш ќе резултира бенефитно. Се покажува дека развиен и добро функционирачки пазар на пари е критичен и прв чекор за развој на корпоративни обврзници и деривативни пазари. Пазарот на пари е критичен за ценовно-фиксни приходни хартии од вредност и деривати“¹¹³.

¹¹³ Donald Lien and Mei Zhang, “A Survey of Emerging Derivatives Markets”, Emerging Markets Finance & Trade, M.E Sharpe Inc. 2010, p. 60

4. Финансиските иновации и нивно то вклопување во финансиската регулација

Конечниот збор за иднината на финансиската регулација треба да биде дефиниран од националните регулатори и поставувачите на интернационални стандарди.

Тековната криза во економските системи направи многу превирања кои за да се решат треба да бидат проценети. Во таа смисла, Меѓународниот монетарен и финансиски комитет (International Monetary and Financial Committee) IMFC работат на процена на штетата, но и на провизорна рамка за насока на надзорот и техничките кооперативни активности.

За да се пронајдат следните насоки на движење најпрво се разгледани грешките на досегашните патишта. Тие може да се сумираат на¹¹⁴:

- Изразена оптимистичност кај финансиските институции и другите инвеститори за цените на капиталот и ризикот како и маскирање на големината на ливериџот, со што ризикот стана нејасен и меѓусебно поврзан;
- Неможност на пазарниот надзор или пак на разумната супервизија да го задржи ризикот и да влијае на спречување на неговото исповрзување во толку големи размери и за регулираните и за нерегулираните институции и пазари. Посебно недостаток се јавува во делот на фрагментираноста на регулаторната структура и легалните ограничувања на размена на информациите;
- Слабост и различност на националните и интернационалните пристапи на решавање на резолуцијата на cross-border (интернационалните) банки;
- Потенцирана ограниченост на постоечките механизми за ликвидна поддршка од страна на централните банки и потреба од значајна промена во примената на овој сегмент.

¹¹⁴ Monetary and Capital Markets Department – Jaime Caruana, “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”, International Monetary Fund, February 4, 2009, p.3

Веќе се започна со еволуција на долгорочни промени во сферата и функционирањето на финансиските пазари. Ваквата еволуција е насочена кон деливерицирање преку значајни намалувања на ризикот. На ваков начин ќе се овозможи финансискиот систем да има *пониско ниво на ливериџ, намалено ниво на несоодветноста на финансирањето* (како во рочноста, така и во изворот на средствата), *намалено користење на дивулиран ризик* и поголема транспарентност која предвид ќе ги земе финансиските инструменти кои се користат. Настанатата ситуација во иднина најверојатно ќе предизвика сосема поинаква поставеност за меѓународните експозитури и компании, а голем дел од нив и ќе ги снеса или пак ќе бидат поставени на основа на прилично цврст менаџмент со ризиците.

Сепак, суштинската регулација ќе мора да се насочува кон регулаторниот фронт кој ќе мора да се постави така што ќе може да одговори на финансиските иновации, да биде транспарентен, ажурен и да постави пазарна дисциплина со која ќе ги заузди превземањата на прекумерните ризични трансакции. Посебно е потребна реформа и за регулацијата и за супервизорската структура, која ќе се насочи кон редукација на просторот и стимулот за регулаторната и даночната арбитража, на сметка на поттикнување на континуиран развој на иновациите и реконструирање на институциите и пазарите во насока на цврста систематична стабилност.

Надополнето на ова се појавува и општествената одговорност за чиишто размери веќе се зборува на ниво на форуми. Така, координирано преку форумот за финансиска стабилност (Financial Stability Forum - FSF), Централната банка на САД, националните надлежни органи и поставувачите на стандарди, работат на адресирање на затаените разлики, односно недостатоците на постоечкиот аранжман на финансиска регулација како и на негова делиберализација. Посебен акцент се става на потребата од ублажување на ефектите од систематичниот ризик, како и на избегнување на „избрзана регулација“ која би можела да присили прекумерна, но не и ефикасна регулација и да предизвика задушвање на процесот на финансиско иновирање. Идната финансиска регулација и нејзината структурна промена мора да се потпира на стабилна основа за долгорочни размери.

Приоритетите на акции кои треба да се дефинираат посебно од аспектот на општествената одговорност се¹¹⁵: проширување на периметарот на надзор на

¹¹⁵ Monetary and Capital Markets Department – Jaime Caruana, “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”, International Monetary Fund, February 4, 2009, p.4

финансискиот сектор, така што ќе се овозможи институциите да бидат подложени на регулација која ќе се надградува од едноставен вид, па сè до повисоки нивоа на разумна супервизија како што расте систематичниот ризик. Разумни режими кои ќе поттикнуваат и поддржуваат систематична стабилност; норми за ниво на капитал и ликвидност како и нивен преглед, кои ќе изградат заштита и во периоди кога постои процикличен притисок; регулаторите мораат да бидат подобро информирани за финансиските институции вклучително и за ризикот од вонбилансните активности и од финансиските исповрзаности; потребен е прогрес на ниво на соочување со политичките и законските пречки при регулацијата и резолуцијата на интернационалните институции, односно развивање на хармонизирани режими кои ќе одговорат на глобализацијата; поголема флексибилност за централните банки при обезбедувањето на ликвидност и поголем фокус на потенцијалните должнички и сопственички максимизирања. Потенцијалните нарушувања на пазарите во голема мера се поврзани со неразбирањето на трансмисионит механизам, вклучително и на тоа кога централната банка треба да интервенира на пазарот, посебно во многу земји во развој соочувањето со увозна зависност и притисок од девизните курсеви, надзорот на адекватноста на ликвидноста може да биде многу посложена и лесно да влијае на девизните резерви; кризата од 2007 година ја потенцира потребата од подобар одзив и реакција за време на кризи. Се покажа дека регулацијата реагираше прилично некоординирано, како во рамки на една држава, така и во рамки на интернационалност. Сето тоа водеше кон намалување на довербата, поголема ранливост на претставата за влијанието, улогата и значајноста на општествената одговорност и дисторзија на пазарите; потреба од фискална поддршка; јасна стратегија за излез со која ќе се овозможи создавање на финансиска структура базирана на внимателно планирање, интернационална кооперација, разумно ниво на систематичен ризик, како и поголема вклученост на министерствата за финансии, централните банки и регулаторите.

Ваквите промени пожелно е да почнат да се имплементираат во развиените земји кои сега се зафатени од кризите, но и да се имплементираат на ниво на земји во развој затоа што ударот кон нив иако е индиректен сепак во размери не е ништо помал.

Специјален осврт треба да се воспостави на институциите, инструментите и пазарите кои тековно не се регулирани, за да се осигура дека систематично –

значајните институции се соодветно регулирани. Аспектот на потребата од регулацијата, гледана на макрониво е неопходна. Загрижува фактот што покриеноста со разумна регулација од вакво ниво е многу тесна. Разумна регулација значи обезбедување на сигурност и низводно реализирање на финансискиот систем преку минимизирање на ризиците од неуспех, кои се сметаат за критични за финансиска стабилност. Скалата на релевантност на активностите надвор од регулаторниот периметар зависат од дефиницијата за регулација која се појавува и користи. Така, САД пресметале дека вкупните средства на банкарскиот систем во сенка т.е. банките како ентитети, а не оние кои се субјекти за регулација биле околу 10 трилиони американски долари, на крајот на 2007 година. Истата вредност ја имал и банкарскиот систем. Ваквата сума во себе ги вклучува средствата на ентитетите, како што се инвестициските банки, кои се елемент на регулација. Со ваков пристап повеќе се заштитуваат инвеститорите и соодветни банкарски производи, што не значи и добра интегрираност и покриеност на банките.

Досегашниот систем на финансиско работење кој се водеше по принципите на пазарната дисциплина и саморегулацијата, кои покажаа пропаст кај ризичната приемчивост преку слабата регулација и дерегулација на институциите. Овој систем се базираше на тоа дека само одредени институции можат да креираат систематичен ризик, а од овој аспект акцент треба да се стави на банките поради нивната депозитно-кредитна улога во платниот систем. Регулацијата на банките треба да биде адекватна и да обезбеди движење на банкарските активности во рамки на систематичната стабилност и дека многу треба да се внимава на појавата на регулација во пошироки размери, вклучувајќи ги и небанкарските (новите) финансиски инструменти за да не предизвика редуцирање на иновациите, променливост на систематичната ризичност и да не биде многу скапа.

Од овие причини поставката на регулаторниот периметар посебно во предвид треба да ги зема годините од последната криза. Пазарната дисциплина покажа неефикасност, посебно надвор од банкарскиот сектор. Лимитираната регулација во комбинација со неефективна пазарна дисциплина овозможи создавање на нови деривати, како што е на пример секјуритизацијата, но со висок трошок затоа што нелогичностите кај ризичноста беа евидентни. И што е најважно, јавните агенции кои ја поддржуваа секјуритизацијата беа слабо супервизирани и преоптоварени со објекти на јавна политика, со што позицијата на јавните агенции во финансискиот систем била ослабната и нарушена.

Поради ова, јасните и цврсти правила на консолидација споени со ефективна супервизија на активностите, субјектите и ризикот на финансиските групи е неопходен. Притоа посебно внимание треба да добијат банкарски поддржаните вонбилансни активности. Внимание треба да се посвети и на регулирањето на хартиите од вредност, осигурителните друштва и хец фондовите кои со своето работење можат многу влијателно да имплицираат систематични реперкусии. Ова само по себе не е доволно. Мора да има дополнување преку: сигурност дека сите финансиски активности се соодветно надледувани (од аспект на потенцијалот да предизвикаат систематично нарушување, недоверба во системот, степенот на ливериџ и грешки и отстапувања при кредитирањето); имплементирање на двоетапен пристап на внатешен и надворешен периметар, така што сите институции внатре во периметарот би имале јавни и јасни обврски да им дозволат на надлежните органи да го детерминираат потенцијалот на институциите и активностите, за да се избегне систематичниот ризик. Притоа надлежните органи се тие кои ќе ги вклучат банкарските или небанкарските институции во рамки на периметарот на финансиската регулација, а минимизирањето на моралниот ризик ќе се постигнува главно преку кратења и оценувања на ликвидноста.

Ширењето на регулацијата на производите и пазарите треба да биде разгледувана во слична рамка со што предвид ќе се земат, на пример, финансиските инструменти кои можат да бидат делумно покомплексни и поподложни на информациска асиметрија, но со предвид дека треба да се внимава и на останатите поради тоа што праксата покажа дека и инструментите од кој не се очекува да заземаат насоки во несакан правец.

Кризава покажа дека е потребна промена на регулацијата и нејзината применливост, за да не придонесува кон несоодветни проциклични импути. Ќе мора внимателно да се балансира целта за постигнување процикличност зависно на потребите кои се рефлектираат за смирување на тековните ризици. Реформите мора да бидат воведени во детален и надградувачки аспект за да се избегне влошување на тековните тешкотии во банкарскиот систем. Со реформите треба внимателно да се балансираат и бенефициите од базираноста на правила, наспроти дискрецијоноста разумна политика.

Преиспитување на регулацијата треба да се направи и во следниве области¹¹⁶: провизиите за должничките загуби треба да ја рефлектираат загубата низ циклусот; преодредување на ризичната важност (тежина); воведување на дополнителна стапка на ливериц за банки, која ќе се пресметува како однос на капитал/средства, но со поголема вклученост на вонбилансните активности; поинакво вреднување на резервите во билансите; усвојување на покonzервативна процена на колатералите.

Регулацијата мора да се насочува и кон елиминирање на јазовите кои постојат во процесот на пренос на информациите, вклучително во рамки на држава, но и интернационално. Извештаите од банките, инвестициските фондови, треба да содржат информации од типот на тоа кои се нивните активности, колку го покриваат пазарот, индикатори и слично, придружено со соодветна координација со супервизорите, централните банки и учесниците на пазарот, како и со ММФ и останатите интернационални организации. *Преносит* треба да им се дава на банките, посебно на нивната ликвидност и ливерицот. *Проширување* треба да се даде на вклученоста на систематичените небанкарски финансиски институции. *Зголемување* треба да се обезбеди на нивната обезбеденост од секторски ризик, вклучително и девизен ризик.

Меѓуграничната и меѓуфункционалната регулација има исто толку значајни моменти за промени и насочување. По последните години е забележан значаен прогрес во интернационалната финансиска регулација, како и координација на финансиските супервизори. Меѓутоа и на ова ниво се покажаа одредени недостатоци, посебно во неефикасна распределба на информациите и идентификацијата на потенцијално нестабилните, а глобално активни и систематично важни финансиски институции. За подобрување на оваа регулација е потребно да се елиминираат значајните законски препреки и да се подобри координацијата, со што политичарите и економистите во меѓународни рамки ќе работат заедно за отстранување на недостатоците.

Во ова поле, регулацијата треба да се насочи кон компатибилна банкарска резолуција и легислатива за размена на информациите која ќе вклучува навремени корективни активности, алати на одлучност, шеми за заштита на депозиторите и инвеститорите, слободна размена на информациите, кооперација меѓу регулаторите, аранжмани за поделба на загуба. Спротивно на компатибилноста на банкарскиот сектор, треба да се постави и компатибилност на минимална супервизорска активност

¹¹⁶ Monetary and Capital Markets Department – Jaime Caruana, “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”, International Monetary Fund, February 4, 2009, p.13

за меѓународни размери. Ваквата компатибилност треба да ги реши прашањата од типот на поставување на регулатор – водач, хармонизиран клуч за информациите и извештаите, јасно дефинирање на надлежностите и задачите на регулаторот – лидер и останатите регулатори, зголемување на координацијата помеѓу националните супервизори.

За постигање на овие цели е потребна регулацијата на глобалните и домашните фирми да се усовршува и подобрува, како и да се постават поактивни и поефективни мултилатерални механизми за целокупна супервизија.

Од сите наведени слабости на финансиската регулација, надолнето со тековната финансиска криза ги натера, повторно¹¹⁷, земјите-членки на Г20 да се соберат и да разгледаат иницијативи за затегнување на глобалниот финансиски систем. Резултат на оваа средба се четири работни групи насочени на: првата, *зголемување на јакоста и цврстината на регулацијата и транспарентноста*, фокусирајќи се на високо ниво на принципи заради олеснување на процикличноста, проширување на регулаторниот периметар, транспарентност во вреднувањата и сметководството и подобрување на менаџирањето со систематичноста и ризикот; втората, *појачување на интернационалната кооперација и промоција на иницијативите на финансиските пазари*, покривајќи го учеството на владите и учесниците на Комитетот за интернационална супервизија и стандардна поставка; третата, *за реформи во ММФ* и четвртата, *за реформи на светската банка и мултилатералните банки за развој*.

Иднината на финансиската регулација е многу провокативен момент. За неа дури и Ален Гринспин (Alan Greenspan) се огласи со следнава изјава: „ која било регулација треба да ја поткрепе способноста на финансиските институции за ефективно насочување на заштедите кон најпродуктивните капитални инвестиции ... наш предизвик за месеците што следат ќе биде инсталирање на регулаторен режим кој ќе гарантира одговорен менаџмент со ризикот на страната на финансиските институции, со тоа што ќе ги поттикнува институциите да влегуваат во ризик, неопходно и неодоливо, за било каква успешна пазарна економија“.¹¹⁸

¹¹⁷ Г20 групата е формирана во септември 1999 година, како одговор на кризите во Источна Азија. Целта на оваа група е одржување на перманентни форуми за насочување на дијалозите за постигање на интернационална финансиска стабилност помеѓу развиените земји и земјите во развој. Во Г20 членуваат 19 систематично важни земји: Аргентина, Австралија, Бразил, Канада, Кина, Франција, Индија, Индонезија, Италија, Јапонија, Мексико, Русија, Саудиска Арабија, Јужна Африка, Јужна Кореја, Турција, Велика Британија, САД, плус и Европската унија. Сите овие земји заедно, сочинуваат две третини од светската популација и десетина од глобалниот бруто-домашен производ. По службена должност во Г20 се вклучени ММФ, Светската банка и IMFC.

¹¹⁸ Alan Greenspan, Wall Street journal, Thursday, March 12, 2009

Постојат потенцијални можности за нереализирани резултати од финансиската регулација во иднина, тие можат да се сумираат на:¹¹⁹

- неефективна регулација (дупки во законот, кооперации за кредитно оправување, финансиската регулација);
- регулација која ја насочува мотивацијата и поттикот во неочекувани насоки;
- регулација која ненамерно ја намалува и пренасочува конкуренцијата;
- регулација која ја нарушува иновативноста.

По ова се наметнува прашањето, зарем за сè нема предности и недостатоци и што го тера човекот да избира помеѓу едното и другото?

Тековните случувања секако ќе извршат влијание на финансиската регулација, која промени ќе претрпи и на ниво на регулирање на хипотекарните трансакции. Последнава криза е уште позната како хипотекарна, па ова неминовно води кон нови правила. Хипотекарните правилата кои се значајно потенцирани од потрошувачките групи, а и веќе целосно или во дел се применуваат од многу државни регулаторни агенции се однесуваат на¹²⁰:

- Ограничување на кредиторите од казнување на кредитобарателите со ниски примања или сиромашни кредити преку присилување на неразумни пенали за плаќање однапред. Додека правилата не ги спречат таквите казни тие мораат да чекаат да поминат најмалку 60 дена пред какви било измени на договорените стапки;
- Побарувања дека кредиторите ќе отворат депозитни сметки и месечно ќе ги собираат исплатите од „ризичните“ позајмувачи за да ги користат понатаму за осигурување и соодветни даночни исплати;
- Елиминирање на т.н. бездокументни заеми, за кои не се барала потврда за вистината на прикажаните податоци (вработеност, примања и сл.);

¹¹⁹ Frederic Jenny – Chair OECD Committee, “Financial Crisis, Regulation and the Future of Antitrust”, ESSEC, 2009

¹²⁰ Mortgage News Daily, “Federal Reserve Expected to Adopt New Mortgage Regulations”, December 18, 2007

- Присилување на кредиторите да ја земат предвид способноста на позајмувачите да ги исплаќаат хипотеките без заковување на таа способност за зголемување на вредноста на недвижнината.

Значајноста на регулацијата се потврдува. Економистот Хајман Мински (Hyman Minsky) ја дава парадоксалната фраза: „Стабилноста создава нестабилност“ која во едно обраќање на сегашниот гувернер на ФЕД, Бен Бернанке (Ben Bernanke) се потврдува колку има смисла. Бернанке изјавил: „Нашата супервизија се зголемува за институциите кои имаат високоризична практика, а таа е исто толку важна како во добри, така и во лоши времиња“. Денес приоритет на САД, односно на ФЕД е ефективната супервизија не само на ниво на индивидуални институции, туку и на интеракциите помеѓу институциите¹²¹.

Постои голема вистина во ставот дека финансиските кризи во земјите во развој можат да имаат и домашни корени и дека тие се помалку еластични, издржливи и цврсти. Не постојат забележани искуства на земји кои од земји во развој станале развиени земји после финансиска либерализација.¹²² А, ако појдеме од фактот дека секоја една земја тежнее кон поголем развој, логиката е доловена. Нема развој без добра контрола. Така и источноазиски успешни приказни се поврзани со финансиска репресија.

Последниов заклучок е доволна поткрепа за важноста на цврста, јасна, ажурна финансиска регулација.

5. Слабостите на финансиската регулација

5.1. Слабостите на финансиската регулација во развиените земји и во земјите во развој

Според Financial Crisis Inquiry Commission и нивниот извештај од 2011 година, финансиската регулација покажа слабости во пет потточки:

- Експанзија на банкарските активности: „Кршење на Glass - Steagall“;

¹²¹ Ben Bernanke, “Fed Chairman Bernanke Calls for Increased Regulation, Oversight”, Mortgage News Daily, May 7, 2009

¹²² Saul N. Keifman – CONICET University of Buenos Aires, “Hello Global Financial Crash! Good – bye Financial Globalization?”, IDEAs Conference on Re-regulating Global Finance in Light of Global Crisis, Tsinghua University, Beijing, 9-11 April 2009

- Долгорочен менаџмент на капиталот: „Тоа е она што историјата им го потврди“;
- Dot – com треска: „Подлегнување на поголем ризик“;
- Опсегот на финансиите: „Па, штом ова еднаш функционира, зошто јас да не го користам“;
- Раст на финансискиот сектор: „Пренапрегнување на финансиите наспроти реалната економија“.

Во средината на 90-тите години на минатиот век паралелниот банкарски систем доживуваше експанзија. Некои од најголемите комерцијални банки ги проширија своите активности во доменот на инвестициски банки, и истите тие стануваа поголеми, покомплексни, поактивни при секјуритизирање. Некои академци и аналитичари расправаа за предностите на напредното процесирање на податоците, телекомуникациите и информатичкиот сервис кој креира економии од обем во финансиите, а со тоа поддржуваа сè поголеми финансиски институции. Поголемото е побезбедно – оди во прилог на експанзијата на економијата, преку поголема диверзификација, иновативност, ефикасност и подобра опслуженост на клиентите. Други мислења, пак, се движат во насоката дека големите банки сами по себе не носат поголема безбедност и не се поефикасни од останатите, ама нивниот раст е резултат на „заповедничкиот“ пазар и на перцепцијата „too big to fail“. Таквиот раст на институциите направи притисок на регулацијата и легислативата за преместување, поместување или бришење на скоро сите бариери за раст и конкурентост. Во 1994 година во САД Конгресот го авторизира Riegle – Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act. Со овие прописи се проширија активностите на банките во повеќе држави, а со тоа се извршија промени во законските рамки на повеќе држави, што предизвика пораст на поседувањето на индустриските средства на десетте најголеми банки од 25% на 55%¹²³. Од 1998 до 2007 г., средствата на петте најголеми американски банки: Bank of America, Citigroup, JP Morgan, Wachovia и Wells Fargo се триплираа од 2.2 билиони на 6.8 билиони долари¹²⁴. Некоја слична ситуација ги следи и инвестициските банки. Во тој период, настануваат мерцирање меѓу инвестициските банки, така што во 1998 година средствата на петте најголеми инвестициски банки: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers и Bear Stearns се

¹²³Official Government Edition, “The Financial Crisis Inquiry Report” USA, January 2011 p.53

¹²⁴ исто

зголемува за четири пати, од еден трилион на четири трилион долари. Во 1996 година, Economic Growth and Regulatory Paper Reduction Act барал од федералните регулатори да ги прегледуваат своите правила секоја декада со посебен осврт на старите, непотребни или претерани и тешки правила. Дерегулацијата, за жал, наместо да се преорентира на новоформираните институции, на мерцери и аквизицијата, на проширувањата и слично, повеќе добива димензија на укинување на регулаторните правила, без замена со нови кои ќе треба да одговорат на предизвиците од индустрискиот развој и ризикот пред инвестирањата. Во овој период саморегулацијата добива на значење „самоинтересот на пазарните учесници генерира приватна пазарна регулација. Така, реалното прашање не е дали пазарот треба да биде регулиран, туку реалното прашање е дали владината интервенција ја ојакнува или ја ослабува приватната регулација“¹²⁵ се зборови на Алан Гринспин – тогашен гувернер на ФЕД.

Во 1999 год е потпишан Gramm – Leach – Bliley Act (GLBA) од претседателот Клинтон, кој ги подигна повеќето од останатите Glass – Steagall рестрикции. Новиот закон оствари многу од мерките, кои ФЕД претходно ги застапуваше. Ова уште повеќе ги зголеми активностите на банкарските холдинг компании кои продаваат банкарски, осигурителни производи и услуги, а го проширија дометот и на секјуритизацијата. Дури за да се обезбеди поголема поддршка од фирмите кои вршат секјуритизација, во законот се овозможија два исклучока со кои им се овозможува на овие фирми да имаат сопствено штедење и индустриски компании за позајмување кои ќе функционираат како депозитни институции со постриктни лимити на нивните активности. Со ова фирмите за секјуритизација ќе дојдат до FDIC осигурани депозити, ама без супервизија од ФЕД. Со новиот закон се промовирал и така наречениот „Fed - Lite“ што е хибридна регулаторна структура за институциите кои треба да бидат регулирани од ФЕД. Сето ова е во насока да не се дуплира надгледувањето и да се ревидираат „општи прегледи“, а со тоа всушност се усложнувало на регулаторите да не се во можност да добијат целосна слика на активностите и ризикот, за нивната големина и комплексност.

Ваквата ситуација предизвика „големите“ да вршат секјуритизација, да потпишуваат активности на пазарите за тргување со акции и обврзници, да вршат синдикација на позајмувањата, да тргуваат со ОТС деривати. Во инвестициското банкарство најголеми играчи беа големите банкарски холдинг компании. Ова им одговарало и на комерцијалните банки и на инвестициските, поради тоа што

¹²⁵Official Government Edition, “The Financial Crisis Inquiry Report” USA, January 2011, p. 54

комерцијалните уживаа поголем пристап до осигурани депозити, а инвестициските уживаа помала регулација.

Што се однесува до долгорочните вложувања и инвестирања, проблем се вложувањата во високоризични инструменти и употребата на ОТС деривати. Оваа ситуација посебно во Америка се одразува во корелација со случувањата во Русија во 1998 година. Резултат на збиднувањата и стравот од колапс на финансискиот систем на 23 септември 1998 натерал 14 институции да се согласат да организираат конзорциум и да инјектираат 3.6 милијарди долари во LTCM – Long term capital management. САД многу пати учествувал во спасување на многу големите за да (не) пропаднат. Примери за тоа се 70-тите години на 20 век – комерцијалниот пазар на ХВ, во 80-тите години на 20 век дилерите на сребрени фјучерси, во 1982 репо пазарот, 1987 пазарот на акции. Сето ова ги натерало и инвестициските банки да мислат дека ќе го имаат истиот третман доколку и тие западнат во криза, па така Харви Милер (Harvey Miller) си дал право да изјави дека ќе фондските очекувале од ФЕД да го спаси Lehman Brothers, исто како што ги спасувал долгорочниот пазар на капитал LTCM. Тоа е она што историјата ним им го покажувала.

Прашањето е дали државната поткрепа е лажен сигнал за финансиските институции? Дали државата за едните е мајка, а за другите маќеа?

Во конкретниов случај пропозициите се комплетно различни и затоа „спасувањето“ од страна на државата треба да се анализира потемелно, поради тоа што во прашање се доведува присуството на систематичен ризик и неговото целокупно влијание.

Да се вратиме чекор наназад, самоодржувањето и потребата од менаџмент на ризикот. Потребно е пазарот и регулаторите секогаш да бидат спремни за секаква форма на ризик (макар тој бил „опашест“), затоа што неантиципираните случувања можат да предизвикаат катастрофално оштетување на финансиските институции и економијата. Во САД се спроведени истражувања од работна група која ја натера SEC во годините што следеа да цели кон правила кои го зголемуваат бројот на советници во и за ќе фондските – и тоа такви советници кои прво треба да се регистрираат во SEC. Овие правила беа срушени 2006 година од United States Court of Appeals for District of Columbia откако SEC биле тужени од инвестиционен советник и ќе фонд!

Доцните 90-ти години на минатиот век биле добри времиња за инвестициско банкарство. Годишните јавни и приватни пласмани во корпоративни хартии од вредност на американските пазари се зголемуваат за скоро четири пати, од 600

милијарди во 1994 година, на 2,2 трилиони во 2001 година¹²⁶. Голем замав земаат иницијалните јавни понуди, посебно заради новите интернет и телекомуникациски компании. Раст доживува и јавното тргување. Но, секое брзо зголемување, во светот на финансиите познато како надувување на балон, кога тогаш доживува крах односно пукање. Така се случи и со овој пазар поради нападот во септември 2001 год., откриените сметководствени малверзации во некои водечки (телекомуникациски) фирми, до конфликти на интереси. Заради ова (ненадејниот колапс на Enron и WorldCom, заедно со колапсот на Lehman Brothers во 2008 година се најголемите банкротирања) државните регулатори беа принудени на присилени акции против 10 компании за 875 милиони долари, да забрануваат одредени практики и да иницираат реформи. Специфично е дека конкретно за Enron и WorldCom големите банки давале огромни суми на пари само за да го спречат пропаѓањето на овие фирми и за да се сокрие долгот на истите. Ваквиот скандал, нормално ги чинел банките кон законот и покрај тоа што изгледало дека кредитните деривати се покажуваат како успешни инструменти во работењето на овие иновативни институции.

Што се резултатите од овие случувања: ФЕД агресивно ја намалуваат каматната стапка за да ја намалат штетата од dot-com колапсот, од терористичките напади и од финансиските скандали. Во јануари 2001 год. стапката на федералните резерви и стапката на позајмувањата преку ноќ била 6.5%. До средината на 2003 год. стапката стасала до 1% - и останала таква за цела една година (а тоа е најниската стапка за половина век). Исто така, ФЕД ги суспендирале рестрикциите на банкарските холдинг компании со цел банките да можат да направат поголеми заеми за нивните афилијации (кои работат со хартии од вредност). Со ова, всушност, тие само ја повторуваат историјата од 1987 и 1998 година кога имало крах на пазарот на пари и Руската криза (соодветно). Каде греша регулацијата?! Аналитичарите веќе ги антиципирале владините активности, па дури си создале и термин: „Greenspan put“.

На ваквата ситуација ако го надополнеме приказот за односот на финансискиот и нефинансискиот сектор во економија, се создава слика зошто финансискиот сектор и превирањата во него имале толку голема важност.

¹²⁶ Official Government Edition, “The Financial Crisis Inquiry Report” USA, January 2011, p. 59

Графикон 5.1. Компензации во финансискиот и нефинансискиот сектор (периодот после Големата депресија 1929 година)

Надминувањето на надоместот во финансискиот сектор не е забележан од годините пред големата депресија.



ЗАБЕЛЕШКА: Просечниот надомест вклучува плати, комисији, совети, бонусии и исплата за владини осигурителни и пензиски програми. Нефинансиски сектор се сите домашни вработени освен оние во секторот финансии и осигурување.

Извор: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor statistics, CPI – Urban, FCIC calculations

Растот на финансискиот сектор е преоптоварен наспроти реалната економија. За временски период од две декади (од почетокот на 80-тите години на 20 век, сè до кризата), финансискиот сектор расте побрзо од останатата економија. Растот е од околу 5% од БДП на 8% во почетокот на 21 век¹²⁷. Во 1980 година профитите од финансискиот сектор биле околу 15% од корпоративниот профит. Во 2003 година стапката пораснала на 33% за да во 2006 година падне до 27% (на граничниот почеток на кризните случувања). Најголемите компании станаа значително поголеми. Средствата на JP Morgan's се зголемија од 667 милијарди долари во 1999 година на 2.2 трилиони во 2008 година, што е годишен раст од 16%. Bank of America и Citigroup имаа раст од 14% и 12% годишно. Citigroup достигна до ниво на средствата од 1.9 трилиони долари, а Bank of America 1.8 трилиони долари. Истиот тренд го бележат и инвестициските банки, за периодот од 2000 до 2007 година, некогаш дури тој раст во споредба со комерцијалните банки бил и значително поголем. Голдманските средства

¹²⁷Official Government Edition, "The Financial Crisis Inquiry Report" USA, January 2011 p. 64

од 250 милијарди пораснале на 1.1 трилиони долари за период 1999-2007 година, што е годишна стапка на пораст од 21%. Lehman имале годишен пораст од 17% или 192 милијарди долари пораснале на 691 милијарда. Fannie и Freddie бележат слична состојба со пораст од 11% односно 10% (соодветно).

Како што тие растеле, многу финансиски фирми додале многу ливериџ. Тоа значело потенцијално повисоки повратни стапки за стеикхолдерите и повеќе пари за компензација, но и значело помалку капитал за апсорпција на загубите. Fannie и Freddie биле најливериџирани. Законски од нив се барало капитална покриеност од 2.5% за средствата плус 0.45% за хипотекарно обезбедените хартии од вредност. Тоа пак значело дека овие компании можеле да позајмат 200 долари за секој долар капитал кој го користат за гаранција на хипотекарно обезбедените хартии од вредност. Ако сакале да ги поседуваат хартиите од вредност тогаш требало да позајмат 40% за секој долар капитал. Комбинирано, Fannie и Freddie поседувале или гарантирале 5.3 трилиони хипотекарно поврзани средства на крајот на 2007 година наспроти капиталот од 70.7 милијарди долари, односот е 75:1¹²⁸. Вакви неразумни односи се среќаваат и кај другите институции споменати погоре и тоа со тенденција за раст во периодот од 2000 до 2007 година (16:1 на 22:1; Bank of America 18:1 – 27:1; Citigroup's 18:1 – 22:1 – 32:1).

Бидејќи инвестициските банки не биле предмет на исти капитални барања како и комерцијалните банки, ним им биле овозможени поголеми латитуди, простор, за да се потпрат на нивните интерни ризични модели во детерминирањето на капиталните побарувања, и тие пријавувале повисок ливериџ. Кај Goldman Sachs ливериџот пораснал од 17:1 на 32:1 во периодот 2000 – 2007 година. Morgan Stanley и Lehman забележале пораст од 67% односно 22% соодветно, и двете институции достигнале однос од 40:1 на крајот на 2007 година. Некои инвестициски банки значајно ги намалувале стапките на задолженост со продажба на средствата непосредно пред периодот на известување, за веднаш непосредно по завршувањето на истиот да ги откупуваат повторно назад. Како што инвестициските банки растеле, така се менувал и нивниот бизнис модел. Традиционално инвестициските банки советуваат и потпишуваат средства и обврски за корпорации, финансиски институции, инвестициски фондови, влади и индивидуалци. Зголемувањето на сумата на приходите

¹²⁸ Official Government Edition, "The Financial Crisis Inquiry Report" USA, January 2011, p. 65

на инвестицискните банки и заработките било генерирано од тргување и инвестиции вклучително активности со деривати и секјуритизација.

Помеѓу 1978 и 2007 обврските поседувани од финансиските компании пораснале од 3 трилиони на 36 трилиони долари – што е скок од 130% на 270% од БДП. Во јавноста постоело мислење дека ваквите бројки се резултат на тоа што институциите едноставно си позајмуваат меѓу себе, а не се креираат можности за инвестирање. Во 1978, финансиските компании позајмувале 13 долари на кредитниот пазар за секои 100 долари позајмени од нефинансиските компании. До 2007 година, финансиските компании позајмувале 51 долари на секои 100 долари. И повторно, некои експерти оваа состојба ја оценуваат како „ние имаме поголем долг отколку порано, што значи имаме поголем финансиски сектор“.

Горенаведеното покажува што сè регулацијата успеала да превиде, што сè регулацијата дозволила да се евидентира, кои мерки дозволила да се применуваат. Подолу се разгледуваат разликите на финансиската регулација кај земјите со различна развиеност на финансискиот систем, како одговор на тоа дали големината на финансискиот сектор има влијание за големината на регулаторниот сектор.

5.2. Разлики во финансиската регулација кај земјите со различна развиеност на финансискиот систем

Дебатите околу модернизацијата на финансиската структура вообичаено се сведуваат на прашање за квалитетот на модернизацијата на таа структура. Квалитетот на регулаторната структура се одразува во нивото на создавање конфликти кога една иста институција или активност е надгледувана од различни ентитети со различен пристап. Регулацијата треба да овозможи или еден ентитет да регулира соодветен аспект или доколку аспектот е разгледуван, надгледуван од повеќе ентитети истите да работат координирано во исти насоки и рамки.

Прашањата за структурата на регулаторните агенции и нивните одговорности не се унифицирани на финансискиот сектор. „Таму каде што неколку агенции се вклучени во парцијална регулаторна функција има можност да се создаде пропуст, неконзистентност и конфликтна политика¹²⁹“. За да не се создаваат вакви конфликтни политики авторот Хорвитц (Horvitz) предложува екстерна и интерна конфликтна

¹²⁹ Larry D. Wall and Robert A. Eisenbeis, “Financial Regulatory Structure and the Resolution of Conflicting Goals”, *Journal of Financial Services Research* 17:1, Kluwer Academic Publishers, 2000, Nederland, p. 133

резолюција. Тоа значи, во првиот случај пријавување на недоследности, согледување на недостатоци и слично од страна на учесниците на пазарот како финансиски институции и консументи на инструментите и услугите, а вториот случај е случај на надгледување, соочување, откривање, решавање на проблемот од регулаторниот агент или агенти (доколку се повеќе и подобро, затоа што насочување кон решавање на еден конфликт од повеќе ентитети води кон решение на поголем опсег односно домен). Но, прашањето е колку интерната, а посебно екстерната резолуција функционираа добро во која било економија, односно колку регулаторната арбитража ги исполнувала своите обврски и во развиените, но и во земјите во развој.

За овие прашања аналитичарите се потрудиле да најдат одговор преку¹³⁰:

- анализа на оптимална резолуција на конфликти во остварување на јавни цели;
- предности и недостатоци на резолуцијата на екстерни конфликти релативно на резолуцијата на интерни конфликти;
- варијабилноста на регулаторните структури кои тежнеат кон најдоброто од екстерните и интерни резолуции.

Оптимална резолуција значи идентификаторите на проблемот да постават сет на политики и имплементација на политиките во времени рамки кои соодветствуваат на решавање, а не на доkomplицирање на работите. Ова бара владините структури да ги разберат и да знаат дека импликациите од секоја регулаторна политика за постигнување општествена цел некогаш бара и комбинирање на различни политики – во насока на постигнување ефикасен сет на регулаторна политика, општествени (социјални) предности, оптимална структура за решавање на проблемите.

Друго важно прашање кај економиите е редуцирањето на агентскиот проблем (пример помеѓу Конгресот и регулаторните агенции во случајот на САД). Регулаторните агенции имаат две важни улоги во поставувањето на јавната политика и тоа: тие го обезбедуваат Конгресот со информации за тоа со кој сет се постигнуваат најефикасни политики и тие ги имплементираат резолуциите кои им се делегирани од Конгресот. Обично Конгресот има делегирано авторитет на повеќе од една финансиско регулаторна агенција и затоа е важно кога и како дивизијата на авторитетот помеѓу различни агенции влијае на нивната способност да си ја одиграат својата улога.

¹³⁰ Исто, стр.135

При употреба на интерна резолуција се јавува друг проблем. Овде регулаторната агенција обично водена од еден администратор може да донесува одлуки без согледување соочување со јавното мислење. Ова вообичаено е проблем на земјите во развој и неразвиените земји. Затоа покрај присуството на интерната резолуција, присуството на екстерната е облигаторно. Со супервизија се овозможува примена на различни методи на разгледување на информациите и надвор од нивниот извор, а со тоа и излегување од „директната контрола“ која е внатрешна.

Затоа, независно дали станува збор за развиена или неразвиена економија, односно дали разликата во регулацијата е попусти во преносот на информациите од добро формираните институции за регулирање или пропустот е во несоодветно делегирање на активности, затоа што тоа не е во интерес на одредени политички групи, регулацијата мора да ги следи следниве насоки:

- преглед на одлуките донесени од правниот систем;
- јавен коментар на предложените регулаторни промени;
- поставување на регулаторни агенции кои се водени од одбори, а не од единствен администратор (менаџер);
- одвојување на супервизијата од регулацијата;
- поставување на координативен одбор за донесување сет на приоритети;
- координација преку владино тело или претседател.

Сето погоре напишано се однесува на развиените економии, но и за земјите во развој со тоа што земјите во развој се соочуваат со поголем проблем, затоа што потребата од регулацијата (нормално за да се заштитат од кризи) во овие земји не е само домашно добро поставен финансиски систем, туку и конзистентен сет на макроекономски политики. Резултатите од недобрата финансиска активност кај земјите во развој води кон влошување и на билансот на плаќања, но и на фискалната состојба – што влијае и на вработеноста и на нивото на аутпут.

6. Нерамнојтежи на пазарот предизвикани од слабоста на финансиската регулација

6.1. Финансиските кризи пред кризата од 2007 година

„Зборувано во општи рамки, финансиските кризи се долгорочна работа. Три карактеристики се среќаваат скоро кај сите финансиски кризи: првата, *колатсоот на пазарот на средства (капитал) е слаб и пролонгиран*. Цената на недвижностите во просек опаѓа за 35 проценти (период на пресврт од 6 години), додека цената на капиталот опаѓа за 55 проценти (период на пресврт од 3,5 години); второ, *асоцијација за последица од банкарските кризи е намалување на аутизитетот и вработеноста*. Стапката на невработеност расте во просек до 7 процентни поени во најниската точка од фазата на циклусот, која трае во просек до четири години. Аутпутот опаѓа за 9 проценти, а просек на пресвртот е 2 години; трето, *реалната вредност на владините долги има тенденција на зголемување* со раст во просек од 86 проценти во најголемите епизоди по Втората светска војна“¹³¹.

Историјата има забележано неколку кризи: во Шпанија - 1977 година, Финска - 1991 година, Шведска - 1991 година, Јапонија - година, Азиска криза (Хонг Конг, Индонезија, Малезија Филипини и Тајланд) - 1997-1998 година, Колумбија - 1998 година и во Аргентина - 2001 година. Овие кризи се паметат како поголеми по Втората светска војна, додека пред неа позначителни биле кризата во Норвешка во 1899 година и во САД во 1929 година. Кризата која започна во 2007 година секако веќе е запишана во историјата, а најверојатно ќе биде обележана и како најголемата финансиска криза земајќи го тронот на кризата од САД во 1929 година.

Американскиот пазар низ историјата е проследен со повеќе банкарски и финансиски кризи. 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1893, 1907, 1929, 2007 година се годините кога во Америка имало кризи.

Факторите како зголемувањето на каматните стапки, зголемувањето на несигурноста и недовербата, ефектите на пазарот на капитал врз билансите и проблемите со банкарскиот сектор кои предизвикуваат поголем потенцијал за погрешна селекција и морален hazard, водат кон намалување на економската активност. Овие фактори се едни од основните за финансиски кризи.

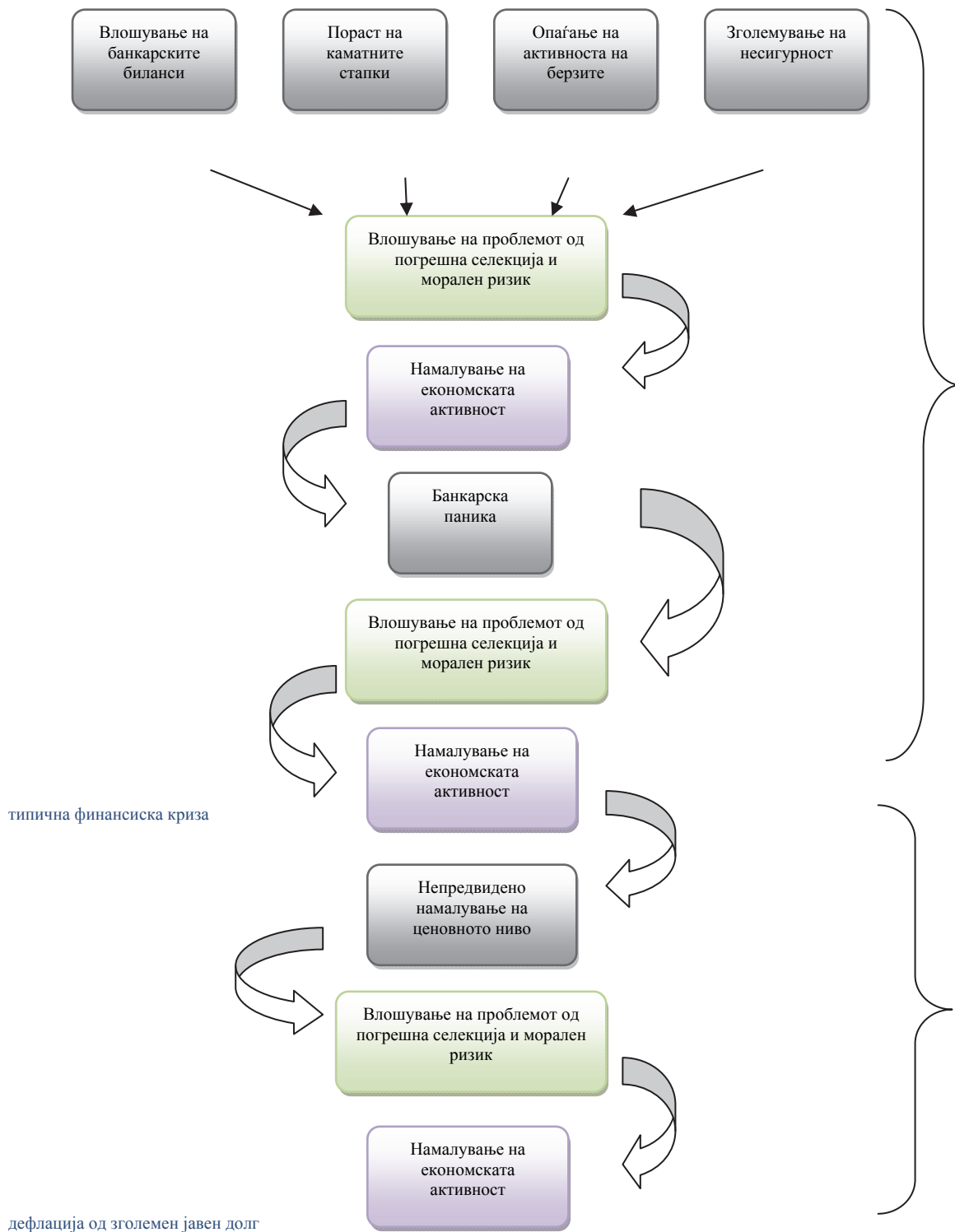
¹³¹ Carme M. Reinhart – University of Maryland NBER and CERP and Kenneth S. Rogoff – Harvard University and NBER, “The Aftermath of Financial Crises”, December 19, 2008, p. 2

Според Фредерик С. Мишкин и неговите истражувања, повеќето кризи во САД имаат започнато со влошување на банкарските биланси, брз пораст на каматните стапки, опаѓање на активноста на берзите и зголемување на непредвидените резултати од пропаѓањето на носечки финансиски или нефинансиски фирми (the Ohio Life Insurance & Trust Company во 1857 година, the Northern Pacific Railroad and Jay Cooke & Company во 1873 година, Grant & Ward во 1884 година, the National Cordage Company во 1893 година, the Knickerbocker Trust Company во 1907 година и Банката на САД 1930 година)¹³² и сега може да се додаде the Lehmann Brothers во 2008 година.

Во графичкиот приказ 5.2. шематски е прикажан текот на делување на факторите врз економската активност и појавата на кризите. Влошувањето на банкарските биланси, проследено со зголемување на каматните стапки, опаѓањето на активностите на берзите, а сето тоа секако проследено со зголемување на несигурноста предизвикува зголемување на веројатноста од појава на погрешна селекција или уште повеќе зголемување на моралниот ризик. Моралниот ризик е попотенцијален за зголемување од причина што влошувањето на банкарските биланси и влошувањето на берзанското работење, како и покачените каматни стапки на стопанствениците им го намалуваат нивото на готовина. Ваква ситуација предизвикува намалување на атрактивноста за позајмувачите да позајмуваат и ги намалува инвестициите и агрегатната економска активност. Поради влошувањето на бизнис климата и сомнежот дека таква економска состојба би водела до колапс на банките, депозиторите си ги повлекуваат своите депозити што предизвикува банкарска паника, која не помага на настаната ситуација, туку уште повеќе ја влошува. На ваков начин се засегнуваат и останатите финансиски посредници, а не само банките што води до натамошна економска контракција.

¹³² Frederic S. Mishkin, "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", seventh edition, 2004, p.192

Графички приказ 5.2. Тек на настаниите при американските финансиски кризи



Извор: Frederic S. Mishkin, “The Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, seventh edition, 2004

Во шематскиот приказ, горниот дел го покажува типичното дејствување и проширување на финансиските кризи во развиените земји. Но, тука процесот не застанува. Економијата може да западне во поголема криза поради тоа што нарушувањето на финансискиот систем предизвикува резултати од макроекономско ниво. Доколку, а често се применува како мерка, државата излезе со помош за претпријатијата и притоа ја врати довербата во системот, берзите ја повратат својата активност и каматните стапки почнат да се намалуваат, економијата автоматски заживува. Доколку, пак, државата не е во можност да помогне од причини што таа е задолжена и постои јавен долг (долен дел од приказот 5.2.), во стопанството кризата ќе почне да дејствува и на ценовно ниво. Економската контракција предизвикува непредвидено намалување на нивото на цените што уште повеќе ја потврдува економската стагнација или рецесија. Кога кризата ќе се прелее на овој сегмент и биде надополнета со неефективна државна интервенција, кризата добива големи размери. Такви кризи чиишто размери не биле попречени и траеле подолго од останатите се Големата депресија од 1929 година и кризата од 2007 година.

Повеќето од финансиските кризи започнале со нагол пораст на каматните стапки, берзански крах и зголемување на несигурноста. Најзначаен сигнал за зголемувањето на информациските проблеми на финансиските пазари е проширувањето на опсегот помеѓу каматните стапки меѓу ниско наспроти висококвалитетно рангираните обврзници. Ваквиот опсег индицира на посебно влошување на нивото на погрешната селекција и моралниот ризик.

При паниката од 1873 година и Големата депресија економскиот пресврт и контракцијата на понудата на пари (кои се резултат од банкарската паника) воделе до намалување на цените. Со неантиципираната дефлација, циклусот на оправување може да се пролонгира. Неантиципираната дефлација води кон понатамошно влошување на заработката на фирмите поради зголемувањето на товарот од задолженоста. На таков начин инвестициските активности и агрегатната економска активност стагнираат или се намалуваат за подолг период.

Зголемувањето на несигурноста и зголемувањето на каматните стапки го зголемуваат проблемот на погрешна селекција при активностите врзани со кредитирање, додека намалувањето на активноста на берзите ги зголемува проблемите

со погрешна селекција, но и со моралниот hazard¹³³. Анализата на финансиските кризи во земјите со развиени финансиски кризи покажува дека моментот кога ќе се појави банкарска паника може да се предвиди. Предвидувањето е овозможено од причина што банкарската паника следува по моментите на зголемување на каматните стапки, на берзанското работење, на пропаѓање на фирмите.

Финансиските кризи се нелинеарно нарушување на финансиските пазари при кое погрешната селекција и моралниот hazard се влошуваат. Финансиските пазари се неспособни за ефикасно канализирање на средствата кон оние кои имаат најпродуктивни инвестициски можности. Така финансиските пазари се во неможност да функционираат ефикасно што води кон контракција на економската активност¹³⁴.

Пример за кризи од земјите со недоволно развиени финансиски системи се кризата во Мексико 1994-1995 година, во источноазиските земји 1997 – 1998 година, Бразил 1999 година и Аргентинската криза 2001 – 2002 година.

¹³³ Frederic S. Mishkin, NBER working paper series “Understanding Financial Crises : a Developing Country Perspective”, National Bureau of Economic Research, May 1996, p.27

¹³⁴ Frederic S. Mishkin, NBER Working Paper Series “Understanding Financial Crises : a Developing Country Perspective”, National Bureau of Economic Research, May 1996, p.17

Примери на финансиски кризи во земјите во развој

Мексико 1994 – 1995 година

Источна Азија 1997 – 1998 година

Аргентина 2001 – 2002 година

За финансиските кризи во земјите со недоволно развиени финансиски системи важно е да се одговори *како* тие земји се имаат одвоено од насоката на раст која ја имале пред финансиските кризи кон остро намалување на економската активност. Вакви случаи се среќаваат во Мексико, делумно во Тајланд, Малезија, Индонезија, Филипини и Јужна Кореја. Асиметричните информации се земаат како еден од основните одговори за прашањето како настанале кризите во овие земји. Поради поинаквата поставеност на финансискиот систем во земјите со недоволно развиена финансиска структура постојат одредени разлики во текот на финансиските кризи меѓу развиените земји и земјите во развој.

Во Мексико и во Источна Азија важен фактор што водел кон појава на финансиска криза е нарушувањето на билансите на банките поради зголемувањето на загубите од неадекватни заеми. Во почетокот на 90-тите години на минатиот век овие пазари биле подложени на дерегулација, што предизвикало зголемување на одобрените позајмици за приватниот нефинансиски бизнис сектор. Сето ова надополнето со слаба супервизија од банкарскиот сектор и несоодветната експертиза во контролата и мониторингот на позајмувачите, предизвикало влошување на кредитниот ризик и ерозија на банкарскиот капитал. Поради ваквата ситуација банките имале помалку средства на располагање што можеле да ги позајмуваат, а тоа водело кон економска контракција.

Аргентина, исто така, искусила нарушување во банкарските биланси кои воделе кон финансиска криза, но изворот на нарушувањата на банкарските биланси бил поинаков. За разлика од банкарскиот систем на Мексико и источноазиските земји, Аргентина имала добро супервизиран банкарски систем и „позајмувачки бум“ кој не претходел на кризата од 2001 година. Во 1998 година Аргентина запаѓа во рецесија, која водела кон загуби кај трансакциите со позајмици. Ова било фискален проблем на аргентинската Влада што водел кон нарушувањата на банкарските биланси. Повторно, различно од кризите во Мексико и источноазиските земји пред нивните кризи, Аргентина се соочувала со голем буџетски дефицит кој не можел да биде финансиран од странски позајмувања. За да си го реши овој проблем, аргентинската Влада ги принудува банките да апсорбираат голем дел од буџетската задолженост. Кога инвеститорите ја загубиле довербата во способноста на аргентинската Влада да го исплати овој долг неговата цена паѓа и остава големи празнини во билансите на комерцијалните банки. Ваквото нарушување во банкарскиот сектор водело кон контракција на економската активност.

Слично како кај американските кризи, во Мексико и во Аргентина (не и во Источна Азија) е забележан факторот зголемување на каматните стапки. Пред мексиканската криза, во февруари 1994 година и пред аргентинската криза, средината на 1999 година, Федералниот резервен систем почнал да ги покачува каматните стапки како одговор на инфлаторниот притисок. Ваквата монетарна политика која се покажала делумно успешна во САД, извршила притисок на каматните стапки и во Мексико и во Аргентина. Покачувањето на каматните стапки на пазарите во Мексико и во Аргентина директно водело кон зголемување на погрешната селекција.

Намалувањето на берзанското работење и зголемувањето на несигурноста биле придружен елемент на овие кризи. Мексиканската економија била погодена и од политички шок во 1994 година, во Аргентина тековната рецесија, а пропаѓањето на најголемите финансиски и нефинансиски фирми во Тајланд и во Кореја биле основните причини за зголемувањето на несигурноста.

Зголеменото ниво на несигурност и намалувањето на заработката како резултат на недоброто функционирање на берзанското работење води кон проблеми со асиметрични информации. Се отежнува откривањето на добри од лоши кредитобаратели. Намалувањето на резултатите и заработката ја намалува вредноста на колатералите понудени од фирмите и ги зголемува нивните иницијативи да преземаат ризици за инвестирање.

Сите горенаведени причини ги водат економиите кон сериозни финансиски кризи.

Од овој аспект, сериозните шпекулативни напади развиени на девизниот пазар, предизвикуваат овие земји да се најдат во вртоглави и самоиницирачки кризи. Зголемувањето на неотпорноста и на ранливоста на банкарскиот сектор, и покрај интервенцијата на Централната банка на Мексико на девизниот пазар, биле доволен фактор за земјата да биде принудена да изврши девалвација на пезото на 20 декември 1994 година. Во случајот со Тајланд, загриженоста околу големиот дефицит на тековната сметка и ослабнатоста на тајландскиот финансиски систем, кулминира со пропаѓањето на најголемата финансиска компанија “Finance One”, а сето тоа води кон успешен шпекулативен напад кој ја присилува тајландската централна банка да дозволи бахтата да ја намали својата вредност во јули 1997 година. Набргу потоа шпекулативните напади ги зафаќаат и другите земји од тој регион и предизвикуваат колапс на филипинското пезо, индонезиските рупи, малезиските рингити и јужнокорејските вони. Во Аргентина, самоиницирачката банкарска паника започнала октомври – ноември 2001 година за да веќе на 6 јануари 2002 година резултира со колапс на аргентинското пезо.

Институционалната структура на должничкиот пазар во Мексико и Источна Азија надополнета со многуте компании од овие земји кои имале долгови деноминирани во странски валути (како долари или јени) предизвикале депрецијацијата на нивните валути да резултира во зголемување на нивната домашна задолженост и покрај тоа што вредноста на нивните средства останала непроменета. Кога пезото загубил половина од својата вредност до март 1995 година и тајландската, филипинската, малезиската и јужнокорејската валута загубиле помеѓу третина и половина од својата вредност до почетокот на 1998 година, влошените биланси на компаниите предизвикале огромни зголемувања на погрешната селекција и моралниот hazard. Овој негативен шок, посебно се изразил во Индонезија и Аргентина, каде што вредноста на валутите опаднала преку 70%, резултирајќи во несолвентност за компаниите со значајна сума на долг деноминиран во странски валути.

Колапсот на валутите водел кон зголемување на актуелната и очекуваната инфлација во овие земји и пазарните каматни стапки прилично се покачиле (околу 100% во Мексико и Аргентина). Зголемувањето на каматните исплаќања предизвикале редуција на готовината која ја имале граѓаните и стопанствениците што понатаму водело кон уште поголема деструкција на нивните билансни состојби. Кај земјите со недоволно развиени финансиски системи е карактеристично што должничките договори се краткорочни, со рок помалку од еден месец. Така, зголемувањето на краткорочните каматни стапки во овие земји значело дека ефектот на готовина, а оттука и на билансите е суштински значаен. Како што анализата на асиметричните информации сугерира: влошувањето на билансите и состојбата на населението и стопанствениците ја зголемува можноста од погрешна селекција и морален ризик на кредитните пазари, домашните и странски позајмувачи уште помалку да сакаат да позајмуваат.

Остриот пад на кредитната и позајмувачка активност води кон колапс на економската активност преку предизвикување на остар пад на растот на реалниот БДП.

Понатамошното влошување на економијата е поради тоа што влошувањето на готовинските текови и билансите и на фирмите и на граѓаните води кон влошување на банкарските кризи. Проблемите со кои се соочуваат граѓаните значат дека тие не се во способност да си ги исплатат нивните долгови, а тоа се значајни губитоци за банките. Попроблематично за банките било што нивните (а многу) краткорочни обврски биле деноминирани во странски валути, а зголемувањето на вредноста на овие обврски по девалвацијата водела кон подлабоко влошување на банкарските баланси. Под овие околности, банкарскиот систем би колабирал во отсуство на владина, државна безбедносна мрежа (како што се случило во САД за време на Големата депресија). Сепак, со асистенција на ММФ во овие земји депозиторите биле заштитени и банкарската паника можела да се избегне. Банкарската способност да позајмува остро се намалила и покрај тоа што државата застанала за заштита од загубите на банките. Банкарските кризи од овој вид ја намалуваат способноста на банките да позајмуваат и истовремено ги влошуваат проблемите со погрешната селекција и моралниот ризик на финансиските пазари поради тоа што банките стануваат помалку способни да ја вршат својата традиционална финансиска посредничка улога. Банкарските кризи заедно со другите фактори кои го зголемуваат проблемот од погрешна селекција и морален ризик на пазарите на пари и капитал во Мексико, Источна Азија и Аргентина, го објаснува колапсот на позајмувачката економска активност, а како последица на кризата.

Како последица на нивните кризи, Мексико се оправува во 1996 година, додека источноазиските земји надеж за оправување виделе во 1999 година. Аргентина и во 2003 година била во определена депресија. Во сите овие земји, ефектите од кризата биле огромни и силни. Невработеноста растела остро, сиромаштијата се зголемувала константно, дури и државните институции и претпријатија и целокупното општество биле во лоша состојба. Мексико Сити и Буенос Аирес станале престолнина на криминални дејствија, а Индонезија искусила начини на етничко насилство.

Извор: Frederic S. Mishkin, Application – Financial Crises in Emerging - Market Countries: Mexico, 1994 – 1995; East Asia, 1997 – 1998; and Argentina, 2001 – 2002,

Негативностите од финансиските кризи се потврдуваат на крајно ниво, кога се намалуваат инвестициите и реалниот БДП.

Во анализите и истражувањата кои се прават за да се согледаат кризите низ историјата се применува и метод на врска и собирање. Ова се однесува на согледување на ефектите од слични кризни епизоди и нивно собирање на едно место. Сепак се поставува прашањето колку овој метод има удел кога само големите промени на капиталните текови се меродавни. Се има покажано дека ваквиот метод е применлив за источноазиските и руските кризи, каде што нема така јасен терк на собирање со другите земји во развој поддржувајќи го сврзувањето дека земјите во подем се делумно наклонети на привремени систематични настани. Со хетерогената природа, фискалната состојба и останатите макроекономски мерила на земјите во подем, тешко е да се полемизира дека има сличности во фундаменталните текови низ овие кризни епизоди. Овие епизоди кај овие земји покажуваат дека не се само кризи што „чекаат“ да се случат, тие биле поттикнати од екстерни настани, а истовремено може да се фактор што ги прави овие региони понаклонети кон кризи.

Специфичен момент кој се јавува кај систематичните кризи е депрецијацијата на реалниот девизен курс. Вкупно 55% од кризните епизоди се поврзани со голема депрецијација на реалните девизни курсеви, вклучувајќи дека ова големо проценување не може да биде игнорирано.

6.2. Финансиската криза од 2007 година

Во историјата на финансиите и воопшто на економијата како најзапамената беше кризата од 1929 до 1933 година. Официјално американскиот пазар забележал бум на пазарот на хартии од вредност во 1928 година, со прекумерна шпекулација и двоен пораст на цените на акциите. За заздување на настанатата ситуација ФЕД почнуваат да водат затегната монетарна политика и ги покачуваат каматните стапки. Со ваквата активност ФЕД добил „повеќе од спогодба“ кога берзата пропаѓа во октомври 1929 година. Инаку крахот што се случил во 1929 година извршил влијание врз населението и тие во средината на 30-тите години не земале предвид дека берзите се имаат подобро. Ова предизвикало продлабочување на „нормалната“ рецесија. Берзите со својата неактивност продлабочена поради незаинтересираноста за тргување, шоките и во земјоделскиот сектор и сето ова надополнето со секвенци банкарски колапси од

октомври 1930 година, па сè до март 1933 година предизвикало излегување на една третина од банките во САД од финансискиот пазар.

Континуитетното опаѓање на цените на хартиите од вредност и по средината на 30-тите години на 20 век (кое всушност траело до средината на 1932 година и до тогаш опаѓањето било 10% од нивната вредност споредено со 1929 година) и зголемувањето на несигурноста и недовербата во нарушените бизнис услови ги влошиле и кредитните пазари. Со намалувањето на бројот на банките кои успеале да се одржат на пазарот се намалило и нивото на финансиско посредување. Ова го зголемило уште повеќе ризикот од погрешна селекција и морален hazard, така што способноста на финансиските институции да ги пренасочуваат средствата кон фирмите со продуктивни инвестициски можности се намалила. Вредноста на неисплатените заеми на деловните ентитети се намалила за половина од 1929 до 1933 година, а инвестирачките активности се намалиле дури за 90% од нивото споредено со инвестициски активности во 1929 година.

Краткорочноста на рецесиите, која дотогаш била забележувана, сега не се појавила во такво светло поради тоа што настанатото нарушување било надополнето и со 25% намалување на ценовното ниво во периодот 1930 – 1933 година. Ваквото опаѓање на цените предизвикува дефлација и опаѓање на нето заработката поради зголемувањето на оптеретеноста на задолжените фирми. Намалувањето на нето заработката водела и кон намалување на вработеноста. Стапката на невработеност се зголемила за 25% (од работоспособно население).

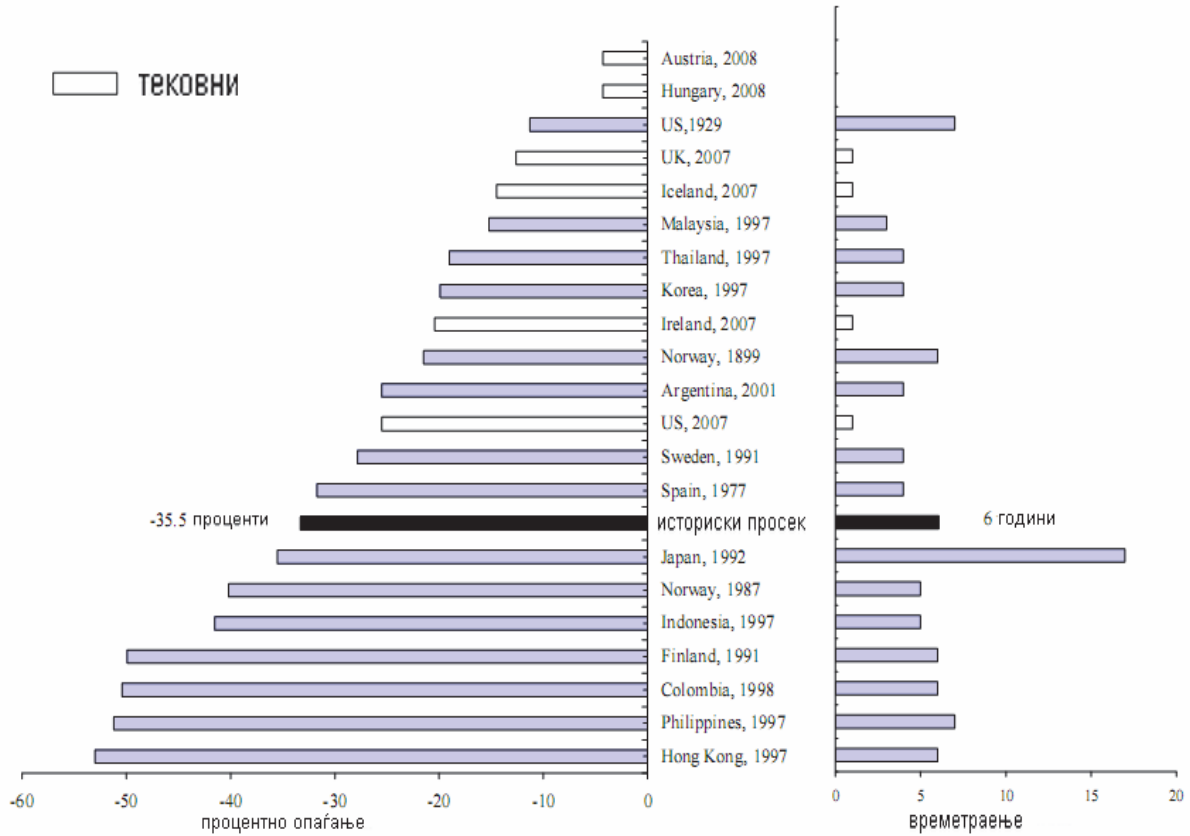
Сè до 2007 година, Големата депресија беше запаметена како најголема финансиска криза во историјата на човештвото. Податоците кои тековно ги покажуваат кризата од 2007 година покажуваат размери и предвидувања кои ја надминуваат и кризата од 1929 година.

Сепак, помеѓу кризите, постојат многу сличности во нивото на цените на недвижностите, капиталот, невработеноста и владините долгови. Фреквенцијата или инцидентноста на кризите не се разликува многу историски.

Со подолу прикажаните графикони процентуално и временски се изразува влијанието на финансиските кризи гледано согласно со ефектите на одделни величини, цени на недвижности, цени на капитал, невработеност, БДП и јавен долг. Така издиференцирани одделно сите варијабли овозможуваат јасна слика за последиците кои ги предизвикувале кризите низ историјата, но и последиците од кризата денес.

Графикон 5.3. Минатни и тековни циклуси на цените на недвижностите и банкарски кризи

max. до min. ценовно опаѓање (лев панел) - година на траење и пресврт (десен панел)



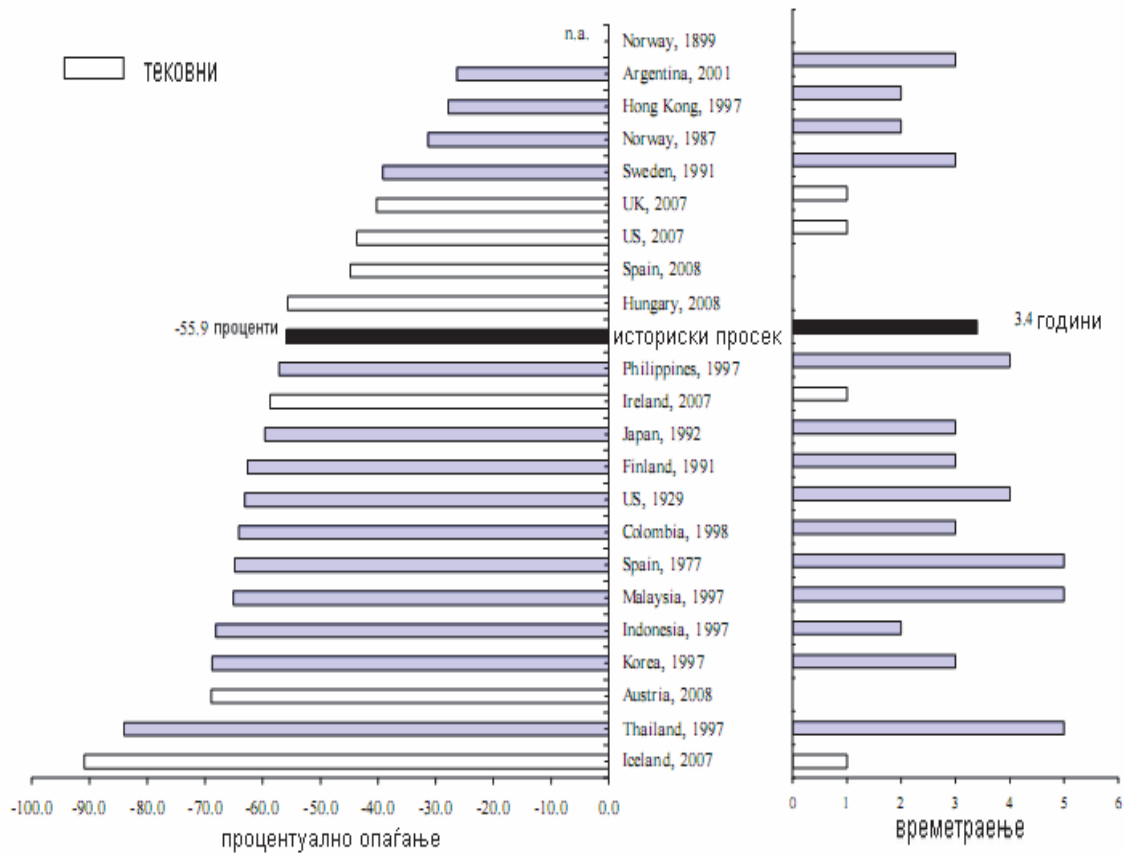
Извор: Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crises”

Графиконот 5.3. ги покажува процентуалните опаѓања на цените на недвижностите во периоди на кризи во Хонг Конг - 1997 година, Филипини - 1997 година, Колумбија - 1998 година, Финска - 1991 година, Индонезија - 1997 година, Норвешка - 1987 година, Јапонија - 1992 година, Шпанија - 1977 година, Шведска - 1991 година, САД - 2007 година, Аргентина - 2001 година, Норвешка - 1899 година, Ирска - 2007 година, Кореја - 1997 година, Тајланд - 1997 година, Малезија - 1997 година, Исланд - 2007 година, Велика Британија - 2007 година, САД - 1929 година, Унгарија - 2008 и Австрија - 2008 година. Историскиот просек покажува дека при криза цените на недвижностите опаѓаат за 35.5%, а просек на времетраење на ефектите од кризата врз нив е шест години. Цените на недвижностите во САД, потврдено според тековната епизода имаа опаднато за скоро 28% според индексот Case – Shiller, што е

повеќе од два пати од она што е регистрирано во САД за време на Големата депресија¹³⁵.

Графикон 5.4. Минаџи и џековни циклуси на цени на кајџџал и банкарски кризи

max. до min. ценовни опаѓања (лев панел) - години на траење и пресврт (десен панел)



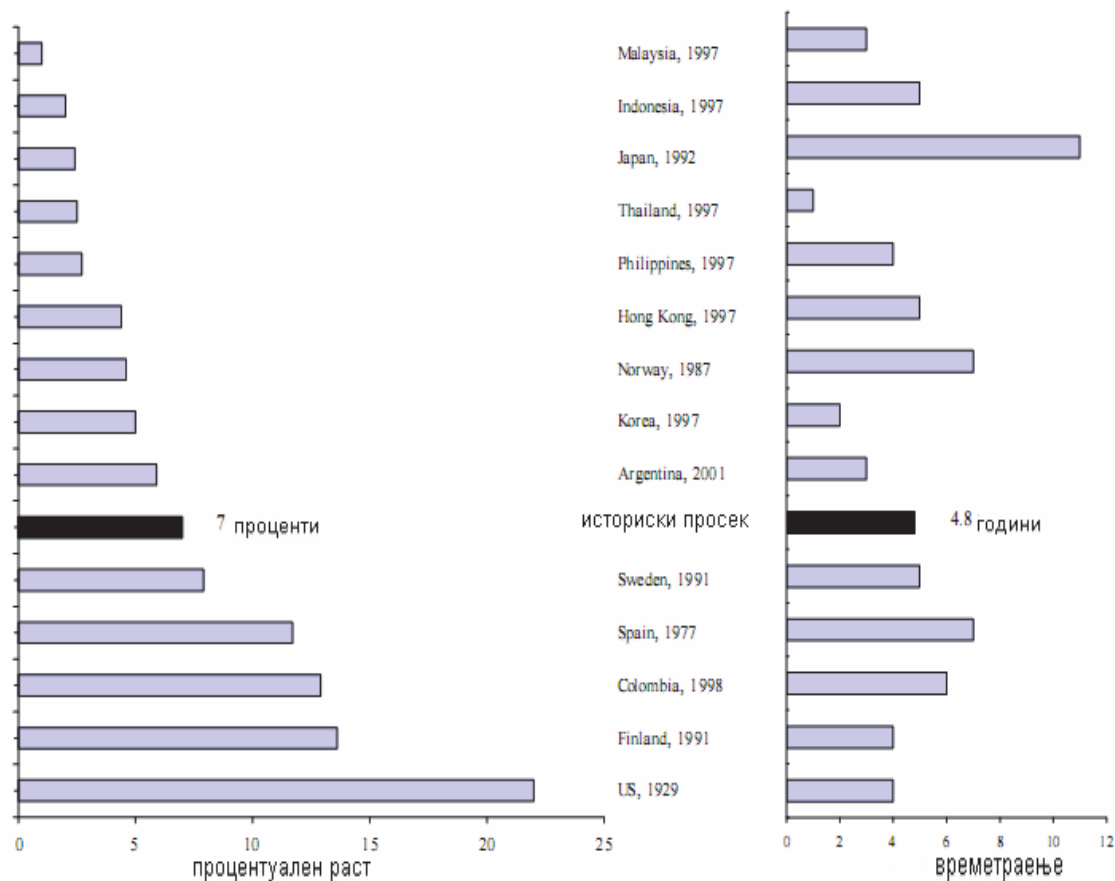
Извор: Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crises”

Ценовното опаѓање на капиталот е многу поголемо во споредба со опаѓањето на цените на недвижностите и во просек е 55.9%. Времетраење на пресвртот е пократок и просечно изнесува 3,4 години, што е логично кога предвид се земе различноста на инертноста на цените на недвижностите и на капиталот.

¹³⁵Carme M. Reinhart – University of Maryland NBER and CERP and Kenneth S. Rogoff – Harvard University and NBER, “The Aftermath of Financial Crises”, December 19, 2008, p. 3

Графикон 5.5. Минајќи циклуси на невработеност и банкарски кризи

max. до min. процентуален пораст на стапката на невработеност (лев панел) - години на траење и пресврт (десен панел)

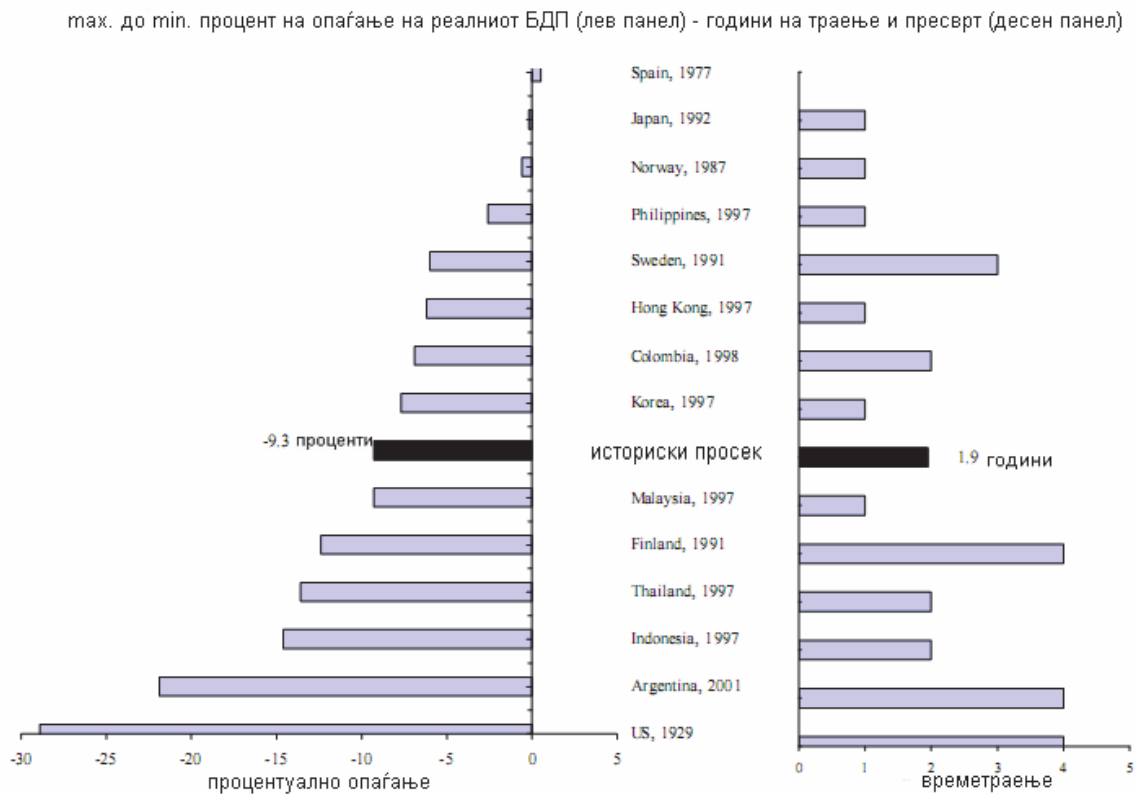


Извор: ОЕЦД, ММФ, Историска статистика на САД, други извори од останати земји и истражувања на Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff

Графиконот 5.5. посочува еден важен момент, посебно специфичен кој покажува дека земјите во развој, посебно оние од Источна Азија полесно се справиле со невработеноста отколку развиените земји. Стапката на невработеност во 1929 година во САД ги зема максималните вредности (над 20%). Друг важен момент кај оваа анализа е споредбата со времетраењето на ефектите од кризата врз невработеноста. Таму каде што невработеноста се појавила во помали размери времетраењето е подолго, додека таму каде што невработеноста е во поголеми размери во просек времетраењето на пресвртот од кризата е помал. Специфично е и тоа што недостатоците кои ги има во мрежата на социјалната безбедност кај земјите во развој

ги прави работниците да даваат поголем отпор за губењето работа. Во просек во тек на кризи невработеноста се зголемува за 7% со траење од 4.8 години.

Графикон 5.6 *Минајќи бруто-домашни производи по жител и банкарски кризи*

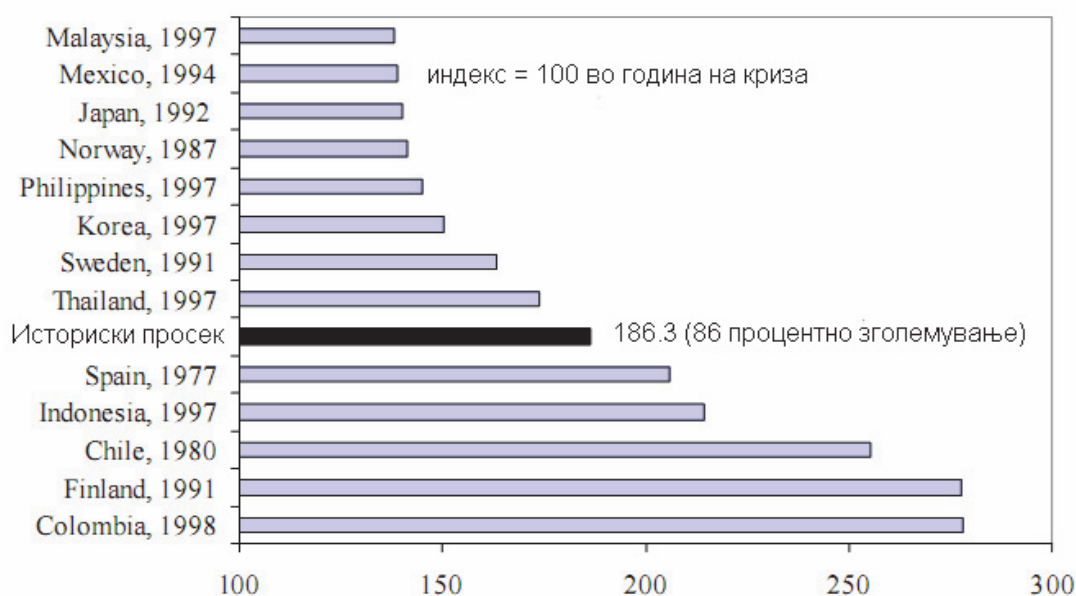


Извор: Вкупна економска база на податоци (TED), Историска статистика на САД (HSOUS) и истражувања на Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff

Бруто-домашниот производ просечно опаѓа за 9.3%. За кризите после Втората светска војна опаѓањето на БДП е многу помало за развиените земји отколку за земјите во развој. Најверојатно ова е така поради склоноста на нагол пресврт во достапноста на странски кредити. Споредено со графиконот 5.5. може да се воочи дека времетраењето на намалувањето на реалниот БДП е далеку пократко отколку кај вработеноста. Ова е така поради потенцијалниот позитивен раст на БДП и поради тоа што предвид се земаат апсолутните промени во приходот, а не и недостатоците поврзани од потенцијалниот аутпут. Во врска со времетраењето, повеќегодишни рецесии се типични за економии кои бараат длабоки реконструкции, како што била Велика

Британија во 70-тите, Швајцарија во 90-тите и Јапонија по 1992 година¹³⁶. Секако предвид треба да се земе дека финансиските кризи бараат болни реконструкции на финансискиот систем.

Графикон 5.7. Кумулативно зголемување на реалниот јавен долг како резултат од банкарски кризи (за период од три години)



Извор: Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crises”

Големите зголемувања на буџетскиот долг се водени, главно, од нагли намалувања на данокот на добивка и обично поради големите зафати во владините трошења за да се собори рецесијата. Трошоците за рекламирање во одредени случаи се релативно минорен придонесувач за постфинансиските кризни должнички товари.

Некои од финансиските кризи се нарекуваат систематични финансиски кризи. Сепак, современата финансиска криза е строга кон било кои мерки.

Последните емпириски истражувања се фокусираат на алтернативни проценки на кризите посебно на кризите на готовинските текови. Некои автори, како што се Frankel и Rose користат опсег од 105 земји за периодот од 1970 до 1991 година за да заклучат дека тековната сметка нема значење во објаснувањето на кризите. Авторите Kaminsky и Reinhart имплицитно ја вклучуваат поврзаноста на тековната сметка и

¹³⁶ Carmen M. Reinhart – University of Maryland NBER and CERP and Kenneth S. Rogoff – Harvard University and NBER, “The Aftermath of Financial Crises”, December 19, 2008, p. 3

кризите на готовинските текови со вклучување на стапката на раст на увозот и извозот при нивните анализи. Овие автори, стапката на раст на увозот и извозот ја земаат како релевантен фактор за предвременно предупредување од кризи. Предупредувањето е базирано на noise – to – signal ратиото на сериите кои се анализираат. Анализата на Edwards, пак, покажува дека под некои дефинирања на кризите и делумно исклучување на африканските земји, дефицитите на тековните сметки се значајни детерминанти за веројатноста од искусување на кризи. Razin и Rubinstein се фокусираат на осцилирањето на реалниот девизен курс за да ги дефинираат кризите. До степен што многу скорешни кризи биле започнати преку кредитни шокови на интернационалните пазари, мерилото за кризите повеќе се поврзува со големината и неочекуваноста на трансакциите на капиталната сметка, отколку со големината на флукуирањето на номиналните готовински текови или обртот на тековната сметка. Впрочем, тековната сметка и движењето на девизниот курс може да се по погодени од ендегените општествени одлуки отколку на систематските ненајдени застои (systemic sudden stops – 3S). Под систематски ненадејни застои се подразбираат големи и многу неочекувани контракции на капиталната сметка кои се појавуваат во периоди на систематичени превирања и важноста на ефектите врз билансите и нивната материјализација¹³⁷. Систематските ненадејни застои се предизвикуваат од многу и големи егзогени агрегатни раширувања и влијанија на каматните стапки. Така, систематските ненадејни застои можат да се појават во делумно различен тајминг за кризите споредувани со девизните курсеви или обрт на капиталната сметка.

Финансиските кризи според Radelet и Sachs можат да се појават кога има остар пресврт (намалување) во нето приватните странски капитални текови. При ваквото дефинирање тие не целат кон потенцирање на „неочекуваната“ компонента во ненадејните застои и не дискриминираат дали кризните епизоди се од домашно или од странско потекло.

Индикатор за ненадејните застои може да биде и фокусиран на превртите на капиталната сметка кои коинцидираат кон големо зголемување на агрегатните распространувања. Овој индикатор се зема предвид со оглед на потребата од прецизирање на кризите кои се поврзани со екстерно поттикнување, а екстерното поттикнување е систематично по природа т.е. станува збор на систематичните

¹³⁷ NBER Working paper 14026 – Guillermo A. Calvo, Alejandro Izquierdo, Luis – Fernando Mejia, “Systemic Sudden Stops: the Relevance of Balance – sheet Effects and Financial Integration”, National Bureau of Economic Research, Cambridge, May 2008, p.1

ненадејни застои. Треба да се земе предвид дека при ваквото дефинирање на ЗС пресвртите на капиталната сметка коинцидираат со намалување на аутпутот, така што има намалување на влијанието од домашните фактори во дефиницијата со што се овозможува фокус на екстерното потекло.

Rothenberg и Warnock се надополнуваат на Calvo, Izquierdo и Mejia во 2006 година за да ги истражуваат разликите помеѓу обртите на капиталните сметки со потекло од трансакциите на капиталните текови и нивно припишување на нерезиденти виз-а-ви оние кои се припишуваат на резидентите. Како случајот во Чиле, каде што повеќето од промените на билансот на капиталната сметка се должи на промените на бруто-тековите зацврстени од резидентите. За ограничениот пример на земји, откриле дека многу од обртите на нето капиталните текови се должат на трансакции извршени од странци.

Следната насока на трудот ги зафаќа кризите поттикнати од странски причини.

За ненадејните застои многу значајни и централни се термините *јолем* и *неочекувани*. Постојат неколку услови со кои се среќаваат ненадејните застои за да се операционализираат и на нив да се гледа како фаза. Тие услови се¹³⁸:

- Застоите содржат најмалку една опсервација каде што опаѓањата година за година се потпираат на најмалку две стандардни девијации под примерокот (ова се однесува на „неочекуваноста“ од ненадејнот застој);
- Фазата на ненадеен застој завршува тогаш кога годишната промена на капитални текови надминува една стандардна девијација под примерокот. Ова генерално ќе воведо доследност, што е општ факт за ненадејни застои;
- Уште повеќе, за волја на симетријата, почетокот на фазата на ненадеен застој е детерминиран од првиот пат на годишната промена на опаднати капитални текови за една стандардна девијација под примерокот. Како резултат на што фазата на ненадеен застој почнува со опаѓање на капиталните текови кои ја надминуваат стандардната девијација и се следени од пад од две стандардни девијации. Процесот ќе трае се

¹³⁸ NBER Working paper 14026 – Guillermo A. Calvo, Alejandro Izquierdo, Luis – Fernando Mejia, “Systemic Sudden Stops: the Relevance of Balance – sheet Effects and Financial Integration”, National Bureau of Economic Research, Cambridge, May 2008, p.11

додека промената на капиталните текови е поголема од минус една стандардна девијација.

Ваквиот концепт на кризите претендира вклучување на епизоди кои инаку не би биле квалифицирани како кризи кога би се употребувале како мерила за праг на фиксен дефицит на тековна сметка. Следствено на ова подоцна многу кризи во развиените земји би биле исклучени едноставно поради тоа што нивната променливост и непостојаност е помала.

Да се максимизираат точните можности за навремено откривање на епизодите на ненадејни застои поради податоците со помало учество кои можат да го замаглат почетокот на епизодите се работи со месечни податоци. Одредувањето на точниот тајминг на овие епизоди е релевантно поради тоа што евентуалните промени на реалниот девизен курс кои можат да произлезат од потенцијалното затворање на дефицитот на тековната сметка треба да биде мерено *ипрег* ненајдениот застој да заземе позиција. Ако се земе предвид дека информациите за капиталната сметка на ваков интервал (месечен) се недостапни, се конструира капитален тек приближно на нето трговскиот биланс од промените во странските резерви. Промените на 12-месечните кумулативни мерки на капиталните текови приближно се земаат за годишната основа за да се избегнат сезонските флукуации.

Ако се продолжи со тоа дека систематските ненадејни застои (3С) или ненадејни застои треба да се идентификуваат преку егзогените предизвикувачи, дополнително се бара откривањето на ненадејните застои кои имаат периоди на нагло зголемување на агрегатното проширување. Така се подвлекува дека откриените големи промени во капиталните текови се употребуваат за агрегатните проширувања, за да се откријат периодите на превирања на пазарот на капитал. Анализите од ваков тип се прават на 110 земји (21 развиена економија и 89 земји во развој за период од 1990 до 2004 година)¹³⁹.

Улогата на регулацијата во предизвикувањето на актуелната финансиска криза

¹³⁹ NBER Working paper 14026 – Guillermo A. Calvo, Alejandro Izquierdo, Luis – Fernando Mejia, “Systemic Sudden Stops: the Relevance of Balance – sheet Effects and Financial Integration”, National Bureau of Economic Research, Cambridge, May 2008, p.13

Погоре беше напоменато дека актуелната финансиска криза која започна во 2007 година се предвидуваше да заземе најголеми размери досега познати во историјата на економијата. Не само од таа причина, туку и поради тоа што кризите се повторуваат, значајно е да се одговори на прашањето кој ги предизвикува кризите, како се предвидуваат, кога и дали може да се спречат и каде во овие одговори место наоѓа регулацијата.

Многу обвинувања за актуелната криза и причините на нејзиното појавување се поврзуваат и со политичка заднина, посебно поврзана со претседателските избори во Америка во 2008 година. Посебно се критикуваат републиканците во Америка поради поддршката на банкарската дерегулација која ја сметале во тоа време за неопходна заради порастот на американската економија. Во 1999 година е изгласан акт познат како: „Gramm-Leach-Bliley Act“ со кој се укинуваат позициите на претходниот акт, „Glass-Steagall Act“. Glass-Steagall актот е дел од легислативата од ерата на Големата депресија кој воведува и дефинира број на регулации на финансиските институции. Овој акт е донесен со компромис од двете американски партии. Сепак, се смета дека овој акт од 1999 година и не е причинител за кризата, а од друга страна кризата ја прави помалку груба и тешка отколку поинаку што би била.

Како позначаен причинител за кризата се смета и Одборот на FED кои овозможиле опасно шпекулативна економија. Во 1998 година е овозможено на комерцијалните банки да преземаат активности и од инвестициското банкарство кога регулаторите на Citicorp (комерцијална банка) и дозволиле да учествува во Traveler's Group (осигурителна компанија која делумно била вклучена во инвестициско банкарство) и овие две компании заедно да ја формираат Citigroup. Со овој чин на регулаторите, всушност, се најавила промената на Glass-Steagall актот. Како контра одговор и на оваа теза се поставува ставот дека и покрај ова, дерегулираните банки не се најголемиот виновник за тековниот дебакл. Bank of America, Citigroup, Wells Fargo и J.P.Morgan можат со тек на времето темелно да ја оправат финансиската криза (ако и тие не бидат нападнати од неа) и сè уште постојат на пазарот. Bear Stearns и Lehman Brothers беа институциите кои останаа независни и покрај укинувањето на Glass-Steagall актот, а едната од нив доживеа колапс, другата банкотираше. Дури дерегулацијата била таа која овозможила Bank of America и J.P.Morgan да се стекнат и да ги откупат Merrill Lynch и Bear Stearns, со што сега подобро се борат со финансиската криза и нејзините последици.

Како и да е, регулацијата ги вметнува своите удели во причините за почеток на кризата од 2007 година. Тековно посебно се разгледуваат Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act од 2005 година кој се осврнува кон единствено независно регулаторно тело, легислативата за реорганизација на претпазливоста, надзорот и независна агенција за регулација на двата избрзани ентитета.

Ако појдеме од поинаква перспектива, место во листата на виновници за тековната криза може да заземат: *Федералниите резерви* кои по настаните од 11 септември, преку намалувањето на каматните стапки ги направија кредитите евтини; *домашните (американските) кувачи* кои ги користеа евтините и лесно достапните кредити со што предизвикаа крајно покачување на цените на домовите; *Конгресот* кој продолжил да ги поддржува дедукциите на хипотекарните оданочувања што им овозможило на потрошувачите да купуваат поскапи куќи; *агенциите за недвижности* кои почесто работеле за интересите на продавачите отколку за интересите на купувачите поради поголемата заработка ако успеале да продадат поскапа недвижнина; *Клинтоновата администрација*, која поддржувала помалку рестриктивна кредитна политика и применувала помалку стегнати барања од обврзаните должници посебно оние кои потекнувале од работничка и средна класа; *брокериите со хипотеки* кои преземале се поризични трансакции; поранешниот шеф на Одборот на директори на FED *Ален Гринсџен* кој во 2004 година (непосредно околу септември) ги охрабрил Американците да земаат залог со приспособливи (променливи) камати; *компаниите од Wall Street* кои не обратија внимание на квалитетот на високоризичните заеми и како колатерал користеле Mortgage Backed Securities (MBS) - хартии од вредност со хипотекарна позадина; *администрацијата на Буш* која не ја предвиди потребата од владина и државна претпазливост поради ризичните MBS пазари; *нејасните сметководствени правила* уште наречени „приспособени на пазарот“ кои можат да имаат парадоксални резултати при прикажувањето на билансите кои можат да се калкулираат да биде прикажана помала заработка отколку што таа реално е, за време на периоди на паника или кризи; *колективна заблуда* во вербата дека домашните цени можат да растат засекогаш независно од тоа колку и колку брзо до сега се имаат покачено.

Ако на ова се надоврзат и ставовите кои сметаат дека највиновни се алчните учесници на Wall Street, автоматски голем дел од вината преку ова се сведува на регулацијата која е посебно слаба во делот на американскиот хипотекарен пазар. Кризата од 2007 година уште се нарекува неуспех „потонување во рамки на Титаник“

за регулацијата. Ален Гринспин кој некогаш ја носел титулата и репутацијата за економист кој има чувство за пазарните услови, сега се вбројува во причинителите за кризата токму поради превидот што го има направено кај регулацијата. Тој дава изјава дека „позајмувачите се способни сами да проценат за ризичноста на индивидуалните апликанти“ со што само ја потврдува неговата верба во пазарните сили и непотребата од интервенирање. А, на FED преку Home Ownership Protection Act му е дадено овластување и за регулација на хипотекарните заеми. Овде регулацијата и нејзиниот минимализам се јавуваат како причинител за кризата 2007 година.

Откако на чело на FED застана Бен Бернанке (Ben Bernanke) направени се одредни промени во регулативните мерки со т.н. „Regulation Z“ кои се однесуваат токму на барањето документација за потврда на способноста на кредитобарателите за отплата на долгот.

Какви се размерите на регулацијата при проширувањата на кризата во останатите земји? Ако како пример се земе Англија, земја која има релативно стабилен финансиски систем и последен посериозен крах на банкарското работење било забележано во 1878 кога City of Glasgow Bank и West of England & South Wales District Bank пропаднале, се надоврзува прашањето зошто ваков систем потпаѓа под драматичен пад или колку тоа е прашање на вметнатата и присутна нестабилност на целиот систем. И во ваков систем неспособноста и несоодветноста на регулацијата како и сиромашноста на општествените избори водат кон финансиски кризи. Ниските каматни стапки проследени со „неоправдана“ доверливост во економскиот систем водат кон систематичен потценет ризик. На целокупната ситуација и дозволата да Fannie Mae и Freddie Mac откупат 44% од сите високоризични хартии од вредности, направија да регулацијата не реагира ефективно. Во оваа земја уште од 2002 година се потенцира на малото внимание кое Financial Services authority го посветува на систематичниот ризик. Ова не е предизвикано поради тоа што регулацијата на Англија е слаба, дури се проценило дека насочувањето кон аспектот на систематичниот ризик чини 50% помалку од она што било предвидено, сепак фокусот се ставал на конкретни точки, за сметка на пошироката целина и стабилност на целокупниот финансиски систем. Интернационалноста на регулирањето покажува момент на копирање при однесувањето. Доколку правилата ги насочуваат сите кон иста активност тогаш повратниот ефект од диверзификацијата ги прави кризите послични и поопасни кога се случуваат. Регулацијата на краткорочните хеџ фондови ги отежнува работите за банките поради тоа што ги насочува кон конвертибилни обврзници.

Регулацијата сама по себе во Велика Британија не водела кон криза, но одделните мерки кои овозможиле охрабрување на „бум на активата“ го направиле системот поосетлив. За развојот на кризата на оваа територија се става замера на работата на гувернерот на Народната банка на Англија кој на почетокот на актуелната криза одбивал да додаде пари во финансискиот систем.

Заклучокот би бил дека кризите ги имало и ги има. За одговор на прашањето каде е нивниот извор треба да се бара на повеќе локации и да се делува во рамки на реалното и можното. Секоја една активност треба да е поставена на реални основи, но и секоја една регулација треба да е можно изводлива. Регулацијата има голем удел во почетокот на актуелната финансиска криза. Овој удел не е единствен, но е доволно важен за да можат да му се препишат импликации за создавање и развивање на околности поволни за развивање на криза или во најмала мера нарушување на финансискиот систем.

6.3. Улогата на финансиските иновации во тековните случувања на финансиските пазари

Значењето на финансиските иновации во тоа што денес се случува на финансиските пазари, па и воопшто на економијата во светот е огромно. Се соочуваме со посткризен (или кризен) период во кој (и пред кој) сè се случува пред наши очи, а многу работи токму од финансиските иновации ѝ избегаа од вид на регулацијата. Улогата на финансиските иновации во тековните случувања е таа што преку банкарството во сенка, секјуритизацијата и дериватите, хипотекарните позајмувања (сето ова надополнето со регулаторна либерализација) претставуваше поставка на терен за криза. Сето ова предизвика кредитна експанзија, хипотекарни „машини“, експанзија во системот на CDO и нормално потоа, односно по таа експанзија дојде до распукување на економијата.

Подолу се прикажани неколку графички прикази на состојби со финансиски иновации и нивните економски импликации во одделни домени.

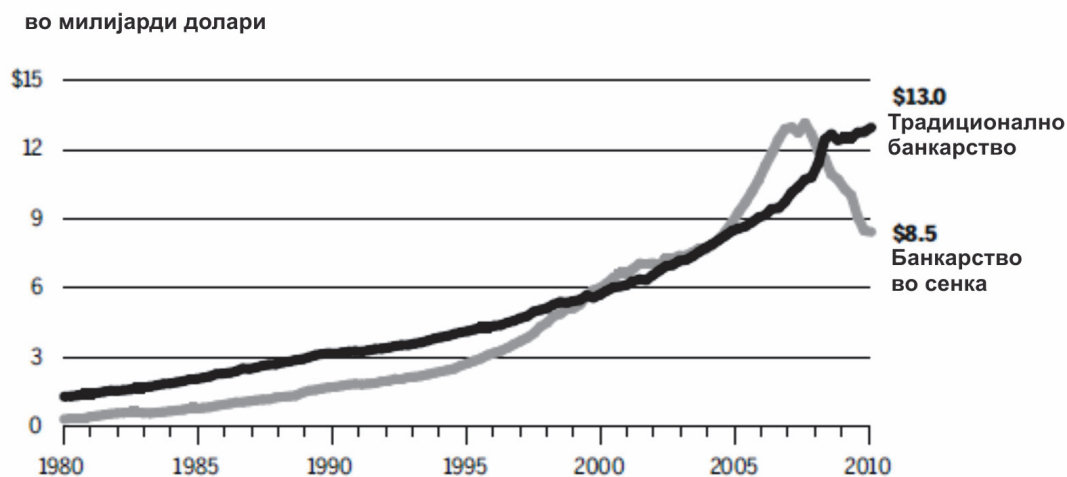
Кај сите се забележува истиот тренд на критична точка во периодот 2006-2008 година, за потоа да има значаен пресврт. Употребата на финансиските иновации се намалува. Намалувањето е резултат на економската стагнација, но не смее да се заборави дека економската рецесија е резултат токму од нив и нивната примена во

огромни нереални рамки. Секаде пред гореспоменатиот временски период растот е енорно зголемен во споредба со трендовите кои ја следеле дејноста во минатото.

Специфично е дека примената на новите инструменти за сметка на класичното финансиско работење особено се одразило во 2006-2007 година, кога е забележан пад на сите форми на финансирање на хипотекарните фондови, освен од комерцијалните хартии од вредност (графикон 5.10.).

Графикон 5.8. Традиционален и банкарски сисѝем во сенка

Финансирањето достапно преку банкарството во сенка нагло расте во 2000-тите години, надминувајќи го традиционалното банкарство во годините пред кризата.



ЗАБЕЛЕШКА: Финансирањето преку банкарство во сенка вклучува комерцијални хартии и други краткорочни зајмувања (банкарски акцепти), репо, нето Х.В, обврски на Х.В осигурани со средства, средства од заедничките фондови на пазарот на пари.

Извор: Federal Reserve Flow of Funds Report

Графикон 5.9. Ненайлајвени хартии од вредност обезбедени со средства (asset-backed securities) во периодот од 1985 до 1999 година

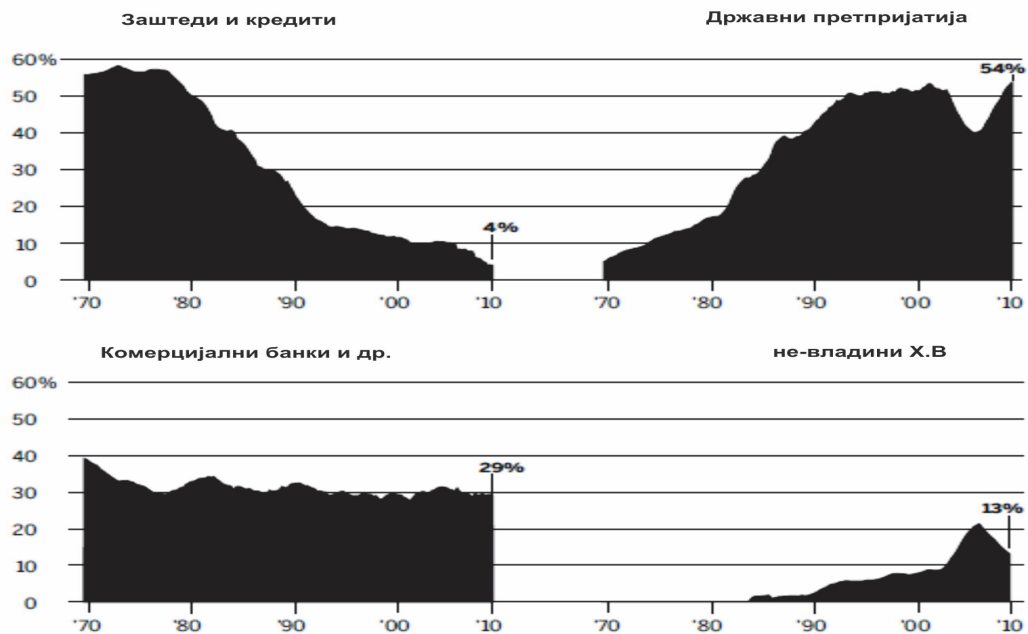


Извор: Securities Industry and Financial Markets Associations

Графикон 5.10. Извори на финансирање за хипотеки на американскиот пазар (период 1970-2010 година)

Изворите на финансирање за хипотеки се менувале низ декадите.

во проценти, за извор



Извор: Federal Reserve Flow Funds Report

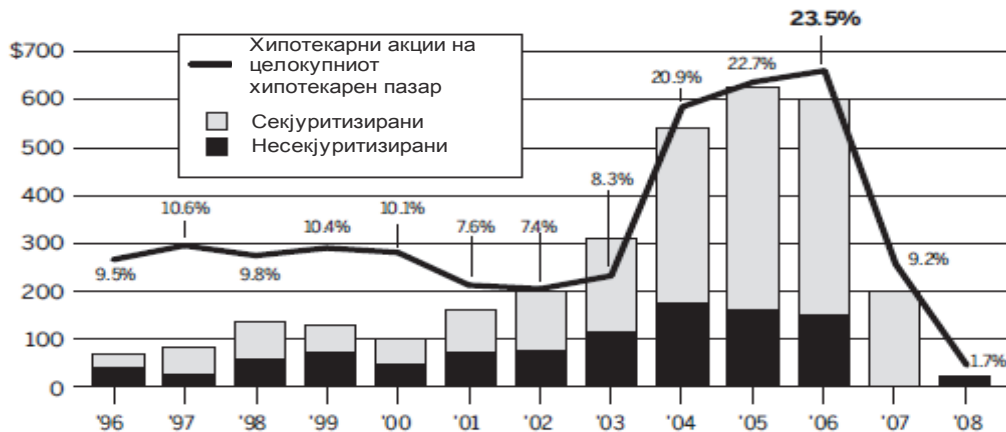
Овој графикон заедно со двата графикони подолу се слика на случувањата на пазарите во периодот на кризата, односно го прикажуваат влијанието што го одиграле финансиските иновации во тековите на случувањата, функционирањата и трендовите на финансиските пазари. Истиот приказ (изразен квантитативно) е даден и преку табелите кои покажуваат конкретни случувања во доменот на хипотекарните задолжувања и употребата на нетрадиционални инструменти.

Графикон 5.11. Ниво на хипотекарни задолжувања во периодот од 1996 до 2008 година

година

Во 2006, 600 милијарди американски долари во хипотекарни кредити, повеќето се обезбедени. Таа година, хипотекарното позајмување е 23,5 % од сите хипотекарни постигнувања.

во милијарди долари



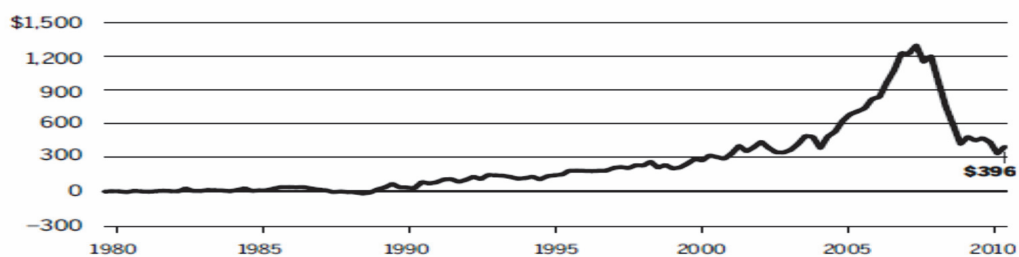
ЗАБЕЛЕШКА: Процентот на секјуритизација е дефиниран како хипотекарни хартии, прашања посветени на постигнувањата во дадена година

Извор: Inside Mortgage Finance

Графикон 5.12. Износи на Репо договори (период 1980-2010 година)

Брокерско-дилерската употреба на репо договорите расте нагло пред кризата

во милијарди долари



ЗАБЕЛЕШКА: Нето позајмувања од брокерите - дилерите

Извор: Federal Reserve flow of Funds Repo

Табела 5.2. Нереализирани хипотекарни кредити во 2009 година

Ентитет	Број на хипотекарни и Alt-A кредити	Неплатени износи
Fannie Mae и Freddie Mac	12 милиони	1,8 милијарди
FHA и други државни*	5 милиони	0,6 милијарди
CRA и HUD Programs	2,2 милиони	0,3 милијарди
Вкупни федерално	19,2 милиони	2,7 милијарди
Други (вклучително хипотекарни и Alt-A PMBS, од Countrywide, Wall Street и др.)	7,8 милиони	1,9 милијарди
Вкупно	27 милиони	4,6 милијарди

* Вклучува ветеранска администрација, банки кои одобруваат државни станбени кредити и други.

Извор: European Mortgage federation (2010) and Mortgage Bankers Association for U.S. Data

Табела 5.3. Ризични заеми по земји во 2009 година

	>= 3 месечни заостанувања %	Оштетени или сомнителни	Запленети	Годишно
Белгија	0.46%			2009
Данска	0.53%			2009
Франција		0.93%		2008
Ирска	3.32%			2009
Италија		3.00%		2008
Португалија	1.17%			2009
Шпанија		3.04%	0.24%	2009
Шведска		1.00%		2009
Англија	2.44%		0.19%	2009
Сите американски заеми				
САД prime	9.47%		4.58%	2009
САД subprime	6.73%		3.31%	2009
САД subprime	25.26%		15.58%	2009

Извор: European Mortgage federation (2010) and Mortgage Bankers Association for U.S. Data

Табела 5.4. Нејтрадиционални хипотеки и присјатни цели (период 1996-2008 година)

Година	Ниско и умерено Доходовна Цел		Посебни и достапни Основни цели		Недоволни основни цели	
	Актуелни*	Целни	Актуелни*	Целни	Актуелни*	Целни
Кредитен рејтинг < 660 постигнувања						
1996	38.08%	40 %	12.31%	12%	32.10%	21%
1997	38.04%	42%	12.35%	14%	33.03%	24%
1998	37.72%	42%	11.76%	14%	29.37%	24%
1999	40.36%	42%	14.04%	14%	30.87%	24%
2000	43.69%	42%	17.83%	14%	35.79%	24%
2001	45.98%	50%	17.90%	20%	34.91%	31%
2002	49.66%	50%	20.09%	20%	37.29%	31%
2003	49.18%	50%	19.38%	20%	34.12%	31%
2004	52.71%	50%	22.14%	20%	37.54%	31%
2005	54.39%	52%	24.21%	22%	44.38%	37%
2006	56.34%	53%	25.85%	23%	46.34%	38%
2007	55.47%	55%	24.76%	25%	46.45%	38%
2008	55.24%	56%	25.50%	27%	45.39%	39%
Alt - A хипотекарни постигнувања						
1999	48.83%	42%	24.17%	14%	37.41%	24%
2000	40.61%	42%	18.74%	14%	41.03%	24%
2001	39.05%	50%	16.41%	20%	40.66%	31%
2002	42.77%	50%	18.13%	20%	40.08%	31%
2003	42.42%	50%	16.81%	20%	37.34%	31%
2004	44.13%	50%	18.56%	20%	40.08%	31%
2005	43.12%	52%	18.57%	22%	45.36%	37%
2006	40.43%	53%	18.09%	23%	46.40%	38%
2007	39.02%	55%	17.29%	25%	50.29%	38%
2008	42.37%	56%	18.52%	27%	42.10%	39%
PLS подржани преку хипотеки						
2003	51.43%	50%	19.57%	20%	47.09%	31%
2004 ^						
2005	50.95%	52%	19.86%	22%	61.13%	37%
2006	60.63%	53%	23.51%	23%	60.12%	38%
2007	52.96%	55%	19.21%	25%	54.55%	38%
2008	51.42%	56%	17.68%	27%	64.45%	39%

* % на финансирани единици кои се квалификувани за базични цели.

^ Не вклучени во рангирањето на станбените цели во 2004

Извор: European Mortgage federation (2010) and Mortgage Bankers Association for U.S. Data

Заклучок на оваа тематска целина би бил дека по сите прикажани бројки, статистики, состојби, регулацијата на финансиското работење има примарно значење. Нејзиното значење се зголемува до толку повеќе поради фактот што иновациите не треба да се попречуваат, општеството треба да се развива кон напред, но не треба да се вршат малверзации со новосоздадените инструменти, а заради тоа што човекот

очигледно не е самосвесно суштество потребен е насочувач кој истовремено ќе се надградува и ќе биде ажурен и транспарентен на сите случувања.

6 дел

НЕРАМНОТЕЖИ НА ПАЗАРОТ ПРЕДИЗВИКАНИ ОД СЛАБОСТИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА РЕГУЛАЦИЈА

6 ДЕЛ – ИМПЛИКАЦИИ НА ФИНАНСИСКИТЕ ИНОВАЦИИ ВРЗ ФИНАНСИСКАТА РЕГУЛАЦИЈА

За заокружување на целината како финансиските иновации се предизвик за функционирањето на финансиските институции и какво е нивното вклопување во финансиската регулација покрај современите компоненти на финансискиот сектор, современото опкружување, пристапот на институциите кон пазарот, мора да се разгледа како финансиските иновации влијаат на регулацијата. Оваа тема е посветена точно на таа содржина. Од таа причина подолу се анализира како електронските финансии, финансиските деривати и меѓународното тргување влијаат и го насочуваат регулирањето на финансиското работење и финансиските институции. Нормално, на крај се врши анализа на тоа кои се можните насоки на финансиската регулација како резултат на сите промени што се случуваат во техничко-технолошкото и финансиско опкружување.

1. Е-финансиите како предизвик пред финансиската регулација

Глобалната интеграција, дерегулација, напредокот на интернетот и интернет технологиите предизвикаа големи промени во структурата и природата на финансиските услуги. Интернетот и поврзаните на него технологии овозможува поголема ефективност за корисниците на финансиските услуги. Технолошките промени обично се поврзани со намалување на трошоците, зголемување на квалитетот, проширување на пристапноста на финансиските услуги. Тие всушност треба да ги зголемат ефикасноста и ефективноста, а да го намалат трошокот на интерните бизнис функции преку зголемување на извештајните активности, контрола на менаџментот како и на сите процедури кои се спроведуваат за поткрепување и реализирање на постоечките проекти.

Што се тоа е-финансии?

Одговорот на ова прашање може да се најде преку повеќе дефинирања, како¹⁴⁰:

- Провизијата на финансиските услуги и пазари преку користење електронски комуникации и компјутеризација. Е-финансиските активности ги вклучуваат сите видови финансиска активност понудени од електронскиот простор и други јавни мрежи, како што се онлајн банкарството, електронското тргување, провизијата и доставата на различните финансиски производи и услуги како осигурување, хипотеки, брокерски активности.

- Сите финансии кои се однесуваат на електронско поврзување на бизнисот, финансиите, банкарството, што значи, собирање на сите околни информации, процесирање, претворање и трансмисија на податоци, како и преку ова продажба на добра и услуги.

- Финансиски услуги кои се доставени до корисниците преку интернет или онлајн. Е-финансиите вклучуваат онлајн банкарство, банкарство, осигурување и други финансиски услуги. Интернет технологиите сега се прошируваат на сите аспекти на финансиско услужната индустрија.

Електронските финансии постојат пред развојот и примената на интернетот. Во 1871 година Western Union Corporation ја претставува својата услуга трансфер на пари на растојание (distant money transfer), а првата картица за корисници во 1914 година. Ова може да се каже дека се зачетоци на електронските финансии. Сепак, дури во 1993 година е воведена првата при-пејд картичка. Во 2006 година компанијата има 147 милиони трансфери на пари од корисник на корисник и 249 милиони трансфери од корисник на бизнис. Интернетот, веб-апликациите и телекомуникациските технологии само придонесоа е-тргувањето и е-финансиите во средината на 90-тите години да доживеат значаен раст. Институциите развивале нови веб-базирани платформи за доставување на своите услуги брзо и ефикасно. Овој тренд започнал кај банкарството, па осигурувањето, за да се прошири кон институционални активности за девизно работење и тргување.

Ако се навратиме малку наназад во 80-тите години на минатиот век, компаниите целеле кон создавање финансиски супермаркети. Формата финансиски супермаркет е

¹⁴⁰ Manuchehr Shahrokhi, "E-finance: status, innovations, resources and future challenges", www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm, Craig School of Business, California State University, Fresno, USA, стр. 366

„one stop shopping“¹⁴¹ за финансиски услуги. Тоа значи дека корисникот на едно место може да изврши спектар од финансиски активности како оставање депозит, подигање кредит, хипотекарни позајмувања, осигурувања и слично. Конкретно се почнува со Sears кои претходно ги поседувале Allstate Insurance, а ги купиле Coldwell Banker Real Estate и Dean Witter. Ова значело компанија која поседува осигурителна куќа да поседува и финансиско консултантско друштво и брокерска фирма, потоа и штедна банка. Оваа фирма ги поставува зачетоците, но никогаш не профункционирала како финансиски конгломерат, затоа што накратко по проширувањето фирмата почнува да бележи загуби и како резултат на тоа била „принудена“ да продава дел од своите фирми. Оваа судбина во тој период ја проживеале уште неколку фирми сè до мерцот од 1999 година, кога Citicorp и Travelers Group со гаранција од Конгресот дека ќе ги сруши сите бариери на комбиниран банкарски и небанкарски бизнис, создале форма на финансиски супермаркет. *Елекџронската илалџформа* е еден од одговорите што токму тогаш било време да се создаде ваква форма на работење која е невозможна ако се нема електронска база и генерирање.

Електронското тргување значи постепено навлегува во финансискиот и социјален живот за да по создавањето финансиски супермаркети си најде место и во пазарите на хартии од вредност. Дури примената оди до таму што иницијалните понуди од овие центри и нивните продажби се на интернет, а многу брокерски фирми дозволуваат на своите клиенти да вршат повеќе активности преку електронска пошта. Ова значи дека работите се менуваат, а дека тргувањата сè почесто (секогаш) се вршат електронски.

Според Miniwatts Marketing Group, до ноември 2007 година 1.262 милијарди или 19% од светската популација има пристап до интернет. Северна Америка е водечка за интернет пристапност, додека Азија го има најголемиот број на вкупни интернет корисници кој изнесува 462 милиони¹⁴².

Постојат неколку фактори што влијаат на електронските финансии преку провајдерите, корисниците, инвеститорите, како и на регулаторите за трансформации во финансиската индустрија. Тие се:

- Технологијата - компјутерите, интернетот и телекомуникациските

¹⁴¹ Frederic S. Mishkin, “The Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, seventh edition, 2004, стр. 305

¹⁴² Manuchehr Shahrokhi, “E-finance: status, innovations, resources and future challenges”, www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm, Craig School of Business, California State University, Fresno, USA, стр. 367

технологии овозможуваат бизнисот да биде раководен брзо, ефикасно и сигурно;

- Глобализацијата - светската либерализација на тргувањата и инвестициите води кон пораст на глобалниот бизнис, вклучително интернет базираниот е-бизнис и е-финансии;
- Регулацијата - и дерегулацијата на финансиската индустрија и ререгулацијата на е-тргување го олеснува растот во некои области кои ќе се држат зад технологиите;
- Опкружувањето - креативноста им овозможува на претприемачите да дистрибуираат бизнис солуции преку нови, постоечки или радикално различни структури;
- Капиталот - тој овозможува техничка и мануелна реализација;
- Конкуренцијата - предизвикува желба и потреба за постојано надградување.

Електронските финансии стојат како предизвик пред финансиската регулација најмногу поради безбедноста на податоците и приватноста. Развојот на овие две компоненти следствено води кон ажурирање и унапредување на регулаторната структура.

Сепак, безбедноста на електронското банкарство и електронските пари претставуваат и значајна бариера за раст на истите, како и тоа што нерегулацијата на овие аспекти предизвикува индиректно (или директно) забавувањето на растот на овие процеси (ако ги гледаме како такви).

Стравот лежи во тоа дека некој може нелегално да пристапи кон системите и да изврши нелегален трансфер на сметки за свој интерес и корист. Одговор на ова се надградените енкрипторски технологии кои се користат токму за таа цел – заштита на податоци. Сепак, поради тоа што не сите лица се образувани за користење на напреднатата технологии и државата е должна да врши регулација на електронското банкарство и да ревидира дали енкрипторските процедури се адекватни.

Истото се случува и на ниво на работење со електронски пари, па се вклучуваат трети провајдери на електронските банкарски платформи. Бидејќи корисниците на овие банкарски услуги сакаат да знаат дека електронско извршените трансакции се точни, банкарите мора да поседуваат вештини од технички аспект со кои ќе излезат во пресрет на електронско-банкарските сервиси.

Друг проблем кој се поставува кај оваа тема се дигиталните потписи. Под повеќе околности овие потписи се земаат на исто рамниште со своерачниот потпис во САД од 2000 година наваму.

Друг предизвик пред регулацијата предизвикан од електронското тргување претставува не само можноста од злоупотреба на средствата и потписот, туку и употребата односно злоупотребата на личните податоци. Под употреба се мисли на доменот до каде и колку ќе се користат личните податоци, кои сме должни да ги оставиме во институциите за користење на нивните електронски услуги. Кај луѓето многу често фрустрирачки дејство има електронската поврзаност на повеќе финансиски институции, сфатена како инвазија кои најчесто се користи за маркетиншки цели.

Токму поради ова во САД 1999 година со Gramm – Leach – Bliley Act се ограничува дистрибуцијата на податоците кои една институција ги поседува за своите клиенти. Сепак, регулацијата не е иста како на европско ниво. Европската директива за заштита на податоци е рестриктивна кон дозволите за трансфер на информации за онлајн трансакции.

Ова наметнува ново прашање кое се однесува на тоа дали треба регулацијата да биде воедначена, заради тоа што електронското тргување претставува заменска форма на рушење граници, па ако границите ги нема – зошто регулацијата да се врши под различни норми.

Електронските финансии имаат категории во форма на: бизнис – бизнис, бизнис – корисник, корисни – корисник и техничка инфраструктура за да се поддржи електронско финансиската платформа и глобално институционално регулаторно опкружување, кое го олеснува и надгледува функционирањето на електронското тргување и електронските финансии.

Електронските форми кои се јавуваат кај бизнис-бизнис категоријата тежнеат кон: намалување на трансакциските трошоци, дисинтермедијација и електронска реинтермедијација, повеќе варијанти за потрошувачите и интегрирани сервиси, електронско тргување и електронско финансирање.

Електронските форми кои се јавуваат кај бизнис- корисник категоријата тежнеат кон: финансиско посредување, портали, онлајн тргување, електронско-онлајн банкарство, персонални финансии, осигурување и ануитети.

Електронските формации кои се јавуваат кај корисник - корисник категоријата тежнеат кон: онлајн тргување, тргувачки кружни текови.

Нормално за сето ова да се реализира е потребно да постојат системи или организации, такви се: Society for World Interbank Financial Telecommunication (SWIFT), автоматизирани клириншки куќи, општество за онлајн тргување, електронски пари, сервис за компарација на цени, бизнис модел за онлајн аукции, М – финансии (мобилно банкарство), вредносни пропозиции.

Со ваквата поставка на електронско-финансиското општество се овозможува електронските финансии да се реализираат и покрај основната функција. Тие може да се имплементираат и во доменот на финансиско сметководство, во доменот на информатичкиот сервис провајдер, меѓународната трговија, да влијаат врз развојот на економиите, да влијаат на целите за развој, менаџментот со фондовите и готовинските текови, електронското плаќање и слично. Светот добива нова слика со употребата на е-финансиите.

Подолу е прикажана слика која го покажува усовершениот финансиски сектор во светот на електронското опкружување.

Слика 6.1. *Новиот свет на финансискиот сервис*



Извор: Stijn Classens, et al. Electronic Finance: Reshaping the Financial Landscape Around the World

Развојот на електронските финансии нормално дека е проследен и со чекори кои барале корекции, односно е проследен со недоразбирања кои најчесто се јавувале во бизнис стратегиите. Така, на пример, фактот дека со интернетот можат трошоците за финансиски трансакции да се намалат вообичаено бил пренагласуван или погрешно интерпретиран, потоа фактот дека е лесно и брзо да се креира веб-страница бил ставан во корелација со дизајнирањето и имплементацијата на комплетно функционална индустриско-компатибилна апликација, која притоа е доволно добро сигурна, а бара голем број на комплексни трансакции и многу варијации кои се комплексен чекор за преземање. Исто така, често се случувало да се користи погрешна интерпретација на фактот дека со плејадата информации, можности и релации што ги нуди интернетот се елиминираат посредниците во насока на тоа дека се создаваат нови посреднички структури и механизми или пак во друга насока дека електронските бизниси ќе ги срушат финансиските супермаркети. Еволуцијата ги покажа предностите во напредокот на финансиските услуги со примената на нови пристапи и технологии со опстојување на финансиските супермаркети кои ги имплементираа овие технологии.

„Иновациите во финансиските системи можат да помогнат за зголемување на ефикасноста на финансискиот систем. Ова ги зголемува операциите на монетарната политика, но во исто време и ги комплицира опкружувањата во кои овие политики се реализираат. За да се разрешат овие комплексности, банкарските регулаторни структури мора да одговорат со мониторинг на финансиската основа (подлога), преку следење на развојните процеси и преку обиди да се предвидат последиците од иновативните мерки дури и тогаш кога тие изгледаат дека се маргинални. Во Европа, монетарната политика на Европската централна банка тврди дека имаат добро дизајнирана стратегија за совладување со овие предизвици кои овозможуваат истакната улога на парите, како и пристапност до можности за влијание на финансиските иновации на монетарните агрегати. Во Европската унија преку SEPA проект се претставува следниот голем чекор кон поблиска европска интеграција. Со овој проект се овозможува корисниците да прават безготовински европлаќања каде било во европската област, користејќи една банкарска сметка и еден сет на платежен инструмент. Со тоа сите плаќања стануваат „домашни“ и нема повеќе да има различности меѓу националните и прекуграничните плаќања во еврозоната“¹⁴³.

Во светот на електронските финансии прекуграничната експанзија станува сè помалку скапа и помалку ризична. Ресурсите посветени на странски електронски финансии вообичаено се поставени во домашната земја, така што истиот ресурс може да биде променет од еден на друг странски пазар. Како што растат електронските финансии и финансирања и помалку информираниите корисници добиваат пристапност до пазарите, а тоа предизвикува пораст на предизвикот за прекугранична инвеститорска заштита и транспарентност. Регулаторите треба да обезбедат заштита на пристапноста на корисниците до „offshore“ финансиските сервиси. Лесниот пренос на информациите и дезинформациите може да ги направи непостојани и несигурни цените и капиталните текови. Здружувањата, турбуленциите и преносливоста можат да предизвикаат поголема осетливост од напад на домашната валута. Рестрикциите на капиталната сметка се поотежнати кога се под електронско финансирање, а зголемувањето на бројот на кредитори ја комплицира координацијата пред или за време на финансиски кризи, како и на пазарите во развој.

¹⁴³ Manuchehr Shahrokhi, “E-finance: status, innovations, resources and future challenges”, www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm, Craig School of Business, California State University, Fresno, USA, стр. 389

Системите за тргување – средствата, фиксните приходи, девизното работење, се консолидирани и се движат исто така глобално. Тргувањето е поместено на електронски платформи, не е врзано со некоја локација. Електронските тргувања и комуникациските мрежи ги намалуваат трошоците за тргување и овозможуваат подобра детерминација на цени. Овие промени нудат подобри бенефиции за корисниците ширум светот. Ширењето на финансиските производи, каналите за дистрибуција и институциите паралелно со брзината на иновациите дозволуваат полесна компарација на цените и производите. Ваквиот тренд се забележува и кај берзанското работење односно на берзанскиот пазар. Историски, главната функција на берзата е да обезбеди пазарно место на кое се поврзуваат купувачот и продавачот за определување цена или за вршење спогодба. Идеално сценарио би било кога ќе има една клириншка куќа каде што сите понуди за купување и продажба на хартиите од вредност ќе бидат можност за интеракција меѓу себе. И поради тоа што ваква идеална ситуација на пазарот нема, NYSE - Њујоршката берза е најприближна верзија на ова сценарио. Њујоршката берза има доминантна улога во тргувањето со хартиите од вредност, бидејќи континуирано ги нуди шесте базични функции што една берза потенцијално ги нуди, додека некои понови берзи нудат две до три од базичните функции кои се наведени подолу¹⁴⁴:

1. Олеснување на истражувањето за други такви инструменти или за другата странка при тргувањето;
2. Распространување на пазарната интелигенција пред тргувањата како формални котации или како друга форма на променлива информација;
3. Потполни, целосни тргувања, детерминирајќи ја цената и квантитетот кои го чистат пазарот;
4. Распространување на посттрговачки информации, како цена и количина која е истргувана;
5. Постапување и чисто тргување. Ова вклучува компарација и совпаѓања на различните страни за тргување така што секој се согласува за тргувањето;
6. Потврдување (имплицитно и експлицитно) на квалитетот на учесниците и инструментите кои тргуваат или се тргуваат. Минимум

¹⁴⁴ Manuchehr Shahrokhi, "E-finance: status, innovations, resources and future challenges", www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm, Craig School of Business, California State University, Fresno, USA, стр. 389

побарувања вклучуваат листа на обврски, саморегулација, преглед на пазарот и надзор.

Повеќето учесници долгорочно работат на берзата и ја детерминираат цената на Њујоршката берза, така што со тоа долгорочно работење добиваат улога на „пазарна цена“. Истото е со листата на хартии од вредност на NASDAQ. Многу нови тргувања не можат независно да ја детерминираат цената. Тие едноставно ја прегледуваат цената на Њујоршката берза или на NASDAQ и формираат цена за продажба или купување. Постојат и нови видови на тргување познати како ECN или ATS без сертификат за учесниците. Овие тргувања се реализираат на други берзи или слободно без процедури за сертификати или други тргувања. Всушност, промените кои се појавија во 90-тите години на 20 век воведоа фрагментирање на пазарот со нови учесници фокусирани на еден или повеќе делови од процесот во насока да работат ефикасно и економично.

Електронските финансии носат различни ризици и предизвици. Истите може некако да се групираат на тема регулација, бариери за влез, вредносни проценувања, пропозиции за вреднување, расходни и трошковни димензии, технолошка архитектура, безбедност и адаптација на сите овие прашања и теми во и на локалните побарувања.

Дерегулацијата на лондонската берза во 1986 година, минувањето на Riegle-Neal Act во 1994 година, дерегулацијата на Токиската берза во 90-тите години, пропаѓањето на Glass-Steagall Act во доцните 90-ти години, како и низа други дерегулации во финансиски домен ширум светот водеа до зголемување на сплотувањето на традиционалното со електронското опкружување. Конкуренцијата во електронските финансии се очекува да предизвика нови учесници на пазарите или на делови од пазарите, развој на нови производи, експертизи и влез во нови земји. Сето ова е надополнето посебно со фактот што пазарите се либерализираа. Се сметаше долги години дека финансиската индустрија е многу заштитувана, па дури и малтретирана со големи бариери за влез на пазарите. Сепак случувањата покажуваат дека бариерите се неопходни, но мора да се работи на анализа на мерката до каде односно колку ќе ги има. Од учесниците (стари и нови) на финансиските пазари се бара цврст менаџмент со човечките ресурси, големо познавање на ризиците, адекватни финансиски ресурси, одговорен услужен сервис, соодветна технологија и инфраструктура и добро етаблирани имиња и брендови. Менаџментот со човечки ресурси и управувањето со ризиците можат да бидат главна бариера за влез на нови пристапи во работењето. Способноста да се услужуваат корисниците брзо и безбедно е 'рбет на

традиционалните финансиски услуги, а токму овде – менаџирањето со информациите и способноста да се реши потрошувачкиот проблем безбедно и брзо најлесно се спроведува преку веб-базираните системи. Финансискиот сектор традиционално многу се потпира на техничка инфраструктура за справување со многу аспекти од бизнисот: тргување, известување, процесирање и контрола. Ова пак од друга страна за влез на финансискиот пазар за новите учесници претставува до некаде бариера, поради тоа што тие треба да вложат големи суми за имплементација на овие технички солүции. Сега фирмите се способни да користат интернет технологии за да ги адаптираат нивните постојни структури за да можат да доставуваат електронско-финансиски услуги. Ефектите од ниските трошоци за достава се евидентни од фактот дека многу портали (AOL Finance, Intuit Quicken, Bloomberg, Yahoo Finance, MSN MoneyCentral) нудат финансиски услуги. Овие портали нудат финансиски вести, истражувања, квоти, калкулации, како и линкови кон останати финансиски сервиси преку партнерства и финансиски спонзори. На таков начин има сè поголемо доближување до корисниците. Иднината оди кон тоа со електронските пари да можат да се вршат трансфери без потреба од финансиска институција што ќе има улога на посредник.

Успешна електронско тргувачка стратегија во финансиско-услужната индустрија вклучува можности за предизвици и повторни анализи и премислувања на вредносните пропозиции. Некои организации почнуваат како инфо-страници, а се трансформираат во потполно корпоративно или интегрирано работење со портал страници. Некои организации се концентрираат на специфични производи, како на пример електронското позајмување InsuWeb со активни пазарни позиции каде Finance Wise и Finweb се поставени стриктно како финансиски инфомедијатори. Финансиската услужна индустрија мора да размислува во насока на иновирање на производите и услугите, на редефинирање на вредносните пропозиции и креирање на нови бизнис модели.

Определувањето на приходите и трошоците при електронско тргување е делумно покомплексено поради тоа што за разлика од традиционалните модели, веб моделите може да дозволуваат набавување на производи и услуги бесплатно или да дозволуваат различни цени за ист производ или во зависност од корисничкиот профил. На ова ако надополниме дека интернетот е релативно нов медиум, тешко е да се разбере вреднувањето на услугите како електронска пошта, квоти на акции, инвестициони совети, портфолио менаџмент, плаќање сметки и слично за просечен корисник. И, сè уште е нејасно како и кои услуги се имплементирани во парични, а

кои во непарична дистрибуција, па затоа можеби најкомплексно ревидирање може да се каже дека има кај бизнис – бизнис моделот. Овие ценовни комплексности се тековен предизвик за сите учесници, посебно поради тоа што како конкуренција креираат нови насоки за реконструирање на тековно реализираните бизниси.

Природата на бизнис моделите диктира селекција на најсоодветни технички платформи за електронско финансискиот модел. Пример, базичниот информативен модел кој е со релативно статични информации бара рутинска техничка основа, но и безбедносна гаранција со која тој систем се одржува оперативен. Е-финансискиот модел кој користи динамични информации бара комплексна техничка конструкција и програма. Заради ова ваквата основа на работа мора да одговара на легислативата, со која ќе има поврзување со постоечките корпоративни системи.

- Безбедноста и приватноста на податоците;
- Глобалниот карактер на провизијата;
- Влезот на нерегулирани нови посредници;

се исто така едни од основните предизвици пред финансиските регулатори и финансиско услужната индустрија. Онлајн опкружувањето ги остава сите операции на финансиско-услужните фирми подложни на екстерни и интерни провлекувања. Безбедноста на трансакциите и приватноста на податоците се значајни и за грижа од регулаторите во светски рамки. Можат да постојат такви провлекувања и внатре во самите организации, а не само надворешно. Затоа вообичаено се прави предвработувачки скрининг, тековна едукација (која се поставува како порелевантна на денешните технолошко-интензивни опкружувања). Затоа е потребна и софтверска и хардверска поставка која одговара на кадарот и корисниците на системот со која се овозможува избегнување на интерните и екстерни напади.

Овие мерки вообичаено се¹⁴⁵:

- детекција на упад,
- енкрипција,
- заштита на лозинки,
- поставување на firewall (огнени ѕидови),
- контроли против вируси.

¹⁴⁵ Manuchehr Shahrokhi, “E-finance: status, innovations, resources and future challenges”, www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm, Craig School of Business, California State University, Fresno, USA, стр. 392

Најважно е дека фирмите мораат да имаат план за тековно и регуларно надградување на нивните системи. Додека интернет технологиите се глобални и стандардизирани, нивните апликации можат и мораат да бидат адаптирани на локалните случувања. Разликата помеѓу близината и оддалеченоста останува високорелевантна дури и ако дистанцата станува виртуелна поретко отколку географска. Потребата да се локализираат финансиските решенија е многу посилна кај електронските финансии, посебно кај малите бизниси кои вообичаено работат на лимитирана географска област, а нивните карактеристики, големина, финансиска структура и секторски микс може да варира значително дури и во земја или регион.

Еволуцијата и растот на електронските финансии се феномен на крајот на дваесеттиот век. Адаптацијата на интернет технологиите ширум светот и имплементацијата на клучни регулаторни мерки, како што се електронските потписи и меѓуграничните контакти треба да поттикнат понатамошен развој на електронското тргување. Финансиско-услужната индустрија беше помеѓу најраните прифаќачи на информационата технологија. Електронско финансискиот сектор и електронскиот бизнис се меѓусебно поврзани. Електронскиот бизнис во финансиско услужната индустрија е бавен за развивање поради комплексноста на интерорганизационите релации, регулации, безбедносни оптеретувања, јаз на стандарди и конзервативни принципи. Електронските финансии градат нови бизнис модели и процеси. Тие бараат нови парадигми и софтвер за чиста позиција, како финансиска така и услужна, внатре во организацијата. Бенефициите од електронските финансии се многу и вклучуваат редуцирање на трошоците на трансакционите процедури, зголемување на застапеноста со информации за сметководствените и финансиски системи, проширување на информационата достапност за финансискиот сектор, подобрување на финансиската информација. За реализирање на овие предности, финансиските професионалци мораат да ги прифатат и да направат ливериџ со новите технологии, за сметка на традиционалното сметководство или останати вештини. Фокусот треба да се стави на дистрибуција на вредносно поткрепени информации за организациите, а кои мора да имаат солидна и разбирлива имплементација преку комплетна технолошка платформа. Влијанието на интернетот на финансиските услуги е јасно. Сепак, некои трендови се во развој, како на пример:

- бизнис – бизнис електронските финансии,
- автоматизацијата на услуги за корисниците,
- миграцијата кон 24/7 глобалното тргување,
- поместување на границите за бизнис и производи,
- непотребност од посредништво за традиционални производи и услуги,
- креација на алтернативни партнерства и алијанси, консолидација на портали, тргувања и пазари.

Технолошкиот развој треба да ги намали трошоците и да ја зголеми безбедноста и вербата во дадените дигитални медиуми. Постои јасна потреба од обезбедување на отворените пазари, минимизирање на ефектите од трошоците за префрлување и политика за ценовно структурирање на новите и традиционалните медиуми.

Регулацијата и супервизијата треба да работи во насока на унапредување на безбедниот развој на дигиталното работење.

Електронските финансии може да насочат традиционални бизнис процеси и да дистрибуираат вредносно поткрепени информациони услуги преку користење технологија базирана на интернет. Водечките финансии, сметководство и ИТ директори ја трансформираат финансиската функција преку развој на стратегија и апликации за ИТ технологии на финансиските услуги или електронски финансии.

Овие се и повеќе од доволни предизвици за регулирање и комплетна имплементација на електронското работење во финансискиот свет, како на локално така и на глобално ниво.

2. Финансиските деривати како предизвик пред финансиската регулација

Корисниците на дериватните инструменти работат во регулирана средина. Само две години пред да настане кризата во САД се сметаше дека таму е извршено историско зголемување на регулаторната моќ на Commodity Futures Trading Commission, но сепак регулацијата не вклучува одредени финансиски деривати. Дали земјоделски или софистицирани, инструментите познати како финансиски дериват

многу често изгледаат како „свет одделен за себе“, за регулирањето? Независно дали станува збор за стари форми или за ултрамодерни инструменти, тие можат да се најдат во насловот седум на американскиот код, со кој се регулираат тргувањата со нив. Моќта на Конгресот била во насока на регулирање на тргувањата со странство и помеѓу различни држави во САД. Според Конгресот и нивните истражувања финансиските деривати биле внесени во регулацијата и биле поставени во корелација со националните јавни интереси, обезбедувајќи добро менаџирање и калкулирање на ценовниот ризик, откривање на цени, поставени информации за тековно тргување, како и за тргување во фер и финансиско безбедно опкружување.

Другата намена на конгресната регулација е да се понудат услуги од „јавен интерес“ преку систем на ефективна саморегулација на тргување и клиринг, како и за пазарни учесници и професионалци. Ова значело:

- детерминирање и превенција од манипулирање со цени или други нарушувања на пазарниот интегритет;
- обезбедување на пазарен интегритет;
- избегнување на систематски ризик;
- заштита на пазарните учесници од измамнички или други навредливи продажни практики и злоупотреби на корисничките средства;
- промоција на одговорни иновации и фер натпревар меѓу брендovите и останатите пазари и пазарни учесници.

Конгресот има поминато единаесет акти пред првата регулација на пазарот. Во 19 век се популаризира критиката за фјучерските пазари, повеќе насочувајќи ги избегнувања на законодавствата отколку да е насочен кон регулација и тргување. Првиот фјучерски тргувачки акт во Америка е донесен во 1921 година, бил регулаторен, но декларирани како неуставен во две судски одлуки. Едната се однесувала на фјучесите, другата на опциите. Кај овој акт биле извршени корекции на цените на оданочувањата. Во 1922 година е донесен Grain Futures Act базиран на уставните клаузули за интердржавни тргувања. Актот регулирал размени, а не индивидуални тргувачи. Во 1936 година е поставен The Commodity Exchange Act. Овој акт ја зголемил бројката на стоковни субјекти во регулацијата и регулираните тргувачи. Амандманите на актот пак од 1968 година ја прошириле владината регулација на дополнителните стоки. Значаен настан се јавува во 1974 година, со актот познат како Commodity Futures Trading Act кој ја проширува регулацијата на сите фјучерски тргувања и креира федерална регулаторна агенција за тргување со стоки, а компатибилно на тоа и

Securities and Exchange Commission (SEC). Била создадена и нова комисија позната како Commodity Futures Trading Commission (CFTC) која ги задржала ексклузивните права на сите стоковни договори, вклучувајќи опции и фјучерси. На SEC и била дадена јурisdикција на опциите на хартиите од вредност, вклучувајќи групи на хартии од вредност или индикции базирани на вредноста на хартиите од вредност. Реавторизација на CFTC имало 1978 и 1982 со Futures Trading Act кој трпел промени и во 1986 година, 1992 година, па 1995 година и 2000-та година Commodity Futures Modernization Act. Актот од 2000 година ги реавторизирал фондовите за CFTC во периодот 2001-2005. Конгресот со овие ревидирања и промени во актовите имал зголемување на регулаторната моќ.

Кој е предизвикот пред регулацијата кога станува збор за финансиска регулација? Предизвикот е во поставување и вклучување на коректна рамка за регулација која ќе го засилува правилното работење, а ќе елиминира непотребна регулација. Потребно е да има тековно и ажурно трансформирање согласно пазарните случувања. Исто, значајно е да се постави етаблирана регулаторна рамка за следење на тргувањата со дериватите, како и имплементација на инструменти кои не се вметнати никаде и му промакнуваат на регулирањето, а сето ова во насока на овозможување на дериватни иновации и унапредување на овие инструменти, но не по сметка на систематичниот ризик. Регулацијата мора да обезбедува редуцирање на систематичниот ризик и да поткрепува поголема стабилност на пазарите. Стабилност на пазарите овие институции треба да гарантираат и во времиња кога останатиот финансиски свет е разнишан, на пример преку дозволување клиринг на трансакции во OTC дериватите преку соодветно регулирани клиринг организации¹⁴⁶.

Дефинирањето на оваа област е една од првите и основни задачи за да во регулацијата не настануваат забуни и можности за законски избегнувања. Од друга страна, регулирањето на финансиските деривати во одредени области може да се спроведува по терк на стоковните деривати.

Субјект кој ја врши трансакцијата може да биде индивидуа, асоцијација, партнерство, корпорација, фонд.

Регистриран ентитет вклучува одбор за тргување дизајниран како пазар или организација.

¹⁴⁶ Greg Kaza, "Derivatives Regulation – Regulation of financial derivatives in the US code", Arkansas Policy Foundation, AR 72201, USA, 2005, p. 383

Дериватните клиринг организации се дефинирани како клиринг куќи или клиринг асоцијации, корпорации и слични институции, системи и организации кои овозможуваат секоја страна на договорот или трансакцијата да изврши замена преку спогодување или преку кредитирање на учесниците; организира или обезбедува, на мултилатерална база, порамнување на задолжителните резултатите од секоја спогодба, договор или трансакција – сето ова изреализирано од учесниците на дериватните клиринг организации и/или врши обезбедување на договорите кои го мултиплицираат кредитниот ризик.

Исклучени производи (excluded commodity) значат:

- каматни стапки, стапки на размена, готовина, хартии од вредност, индекс на хартии од вредност, кредитен ризик, должнички и сопственички инструменти, индекс на инфлација или други макроекономски индекси и мерки
- било кои други стапки, диференцијали, индекси или мерки на економичноста или каматниот ризик, повратокот, или вредноста која е
 - не базирана на значителен дел од вредноста на тесна група на производи, кои не се опишани погоре или
 - ретко базирани на една или повеќе хартии, кои немаат готовински пазар
 - било која економија или комерцијален индекс базиран на цени, стапки, вредности или нивоа кои не се во контролата на било која страна од релевантен договор, согласност или трансакција или
 - појава, степен на појава или непредвидени ситуации (не промени во цени, стапки, вредности или нивоа) кои се под контрола на страните на релевантните договори и во асоцијација со финансиските, комерцијалните или економски консеквенци.

Хибридни инструменти се дефинирани како хартии од вредност кои имаат едно или повеќе плаќања индексирани на вредноста, нивото или стапката или создадени за обезбедување дистрибуција на еден или повеќе производи.

Прекумерна шпекулација

Со актот од 2000 година се дава авторитет за акции за намалување, елиминација или превенција, дефинирани како прекумерна шпекулација, во било кој производствен субјект на: правилата за договарање; дериватните трансакции и извршните капацитети

кои предизвикуваат ненадејни или неразумни флукутации или безварантни промени во цените. CFTC има авторитет за ослободување на трансакциите. Под ослободување се мисли на проширување, арбитража, или претварање на фиксни лимити во други трансакции или позиции различни од лимитите фиксирани за други трансакции или позиции. Арбитражата во домашните пазари значи истото како и проширувањето затоа што тие имаат авторитет да дефинираат термини за интернационална арбитража.

Правила, регулација и одредби издадени од CFTC под Актот не треба да се појавуваат кај трансакциите или позициите кои се прикажани на „bona fide“ хец трансакции. Овие исклучоци им дозволуваат на произведувачите, продавачите, дистрибутерите и корисниците на производите или услугите добиени од тоа да ги хецираат нивните легитимни антиципирани бизнис потреби за тој период на време во иднина за кои соодветен фјучерс договор е отворен и достапен за размена¹⁴⁷. „Wash“ продажби, фиктивни продажби и трансакции користени да создадат лажна слика, извештај или регистрација како и дека е неvistинита и „bona fide“ цена, се забранети со Актот од 2000 година.

Од Комисијата се бара да се грижи и за трошоците и користите од која било предложена регулација. Трошоците и користите треба да се евалуираат на светло на консидација со¹⁴⁸:

- заштита на пазарните учесници и јавноста;
- ефикасноста, конкуренцијата и финансискиот интегритет на фјучерс пазарите;
- ценовно откривање;
- практиката на управување со ризици;
- и останати аспекти од јавен интерес.

Значаен предизвик пред регулацијата се девизните опции, посебно оние тргувани на националните берзи.

CFTC нема авторитет да регулира „идентификувани“ банкарски производи ако соодветна банкарска агенција гарантира дека тие биле најчесто нудени, внесувани или предвидени во САД од која било банка на или пред 5 декември 2000 година. CFTC нема авторитет да регулира идентификувани банкарски производи кои не се често

¹⁴⁷ Greg Kaza, “Derivatives Regulation – Regulation of financial derivatives in the US code”, Arkansas Policy Foundation, AR 72201, USA, 2005, p. 384

¹⁴⁸ Исто, стр. 384

нудени, внесени или предвидени на или пред истиот датум ако производот не е ценовно индексиран на вредноста, нивото или стапката и ако не е предвиден за дистрибуција на некоја стока. Конгресот го штител CFTC од проширување на регулаторниот авторитет со респект на банкарските производи ако е хибриден инструмент во прашање под условите и термините на преобладаант тест. Хибриден инструмент се зема дека е преобладаант банкарски производ ако се среќаваат следниве услови¹⁴⁹:

- Издавачот на хибридниот инструмент добива потполна исплата на куповна цена на хибридниот инструмент значително едновремено со доставата на инструментот;
- Според условите на инструментот или аранжманите предвидени на инструментот, не се бара од купувачот или сопственикот да прават какви било исплати на издавачот во прилог на куповната цена, дури ни спогодбени плаќања или за време на траењето на хибридниот инструмент или на доспевањето;
- Издавачот не е субјект во условите на инструментот за „mark-to – market“ маргиналните побарувања;
- Хибридните инструменти не се маркирани како договор за продажба на стоки за идна достава под федералниот закон.

Нормално на ова од CFTC се бара консултација со Одборот на гувернери на ФЕД, соодветно на природата на хибридните инструменти пред комерцијализацијата и создавањето правила и детерминанти за идентификација на банкарскиот производ. Историјата, предлозите, проширувањата и соодветноста на која било предложена регулација, мора да биде земена во преглед, даден од федералниот закон. Одборот на гувернери може да добие преглед/извештај на кое било CFTC правило или детерминација на американскиот суд 60 дена по датумот на публикацијата. Актот бара судот да ја забрзува процедурата.

Недоволна е и регулацијата на покриените своп договори. Актот од 2000 година не опфаќа покриени своп договори, а на CFTC е забрането спроведување регулаторен авторитет со почит на понудата на овие инструменти од банките!

¹⁴⁹ Исто, стр. 385

Своп договорите се дефинираат како договор (вклучувајќи термини и услови инкорпорирани преку референци во тој поглед), кој е своп договор за стапки, базичен своп, форвард спогодба, стоковен своп, каматна опција, форвард девизен договор, спот девизен договор, договор за утврдување на минимална стапка (rate floor agreement), договор за утврдување максимална стапка (rate cap agreement), rate collar agreement, готовински своп договор, cross-currency rate swap agreement, готовинска опција и други слични договори, вклучувајќи какви било варијанти за користење на претходно наведените. Во дефиницијата се вклучени и какви било комбинации на претходно споменатите договори или мастер договори за кој било од претходните заедно со сите додатоци и прилози.

Сепак, треба да постои договорно право за условите на своп договорите. Специфично е и тоа што кој било финансиски дериват поседуван од дилерите на деривати е исклучен од условите на „капитално средство“ ако не се среќаваат два услови: мора да биде објавен од Секретаријатот дека таков инструмент нема поврзаност со активности на таков дилер, како дилер и инструментот мора да е јасно идентификуван како дилерска објава и опишан во суб-параграф пред затворањето на денот кога е побаран или внесен.

Од 1974 година па наваму, Актот од 2000 година е најзначаен. Тој задаваше регулаторен баланс со овозможување на американската Влада да има преглед во индустријата, додека пак дерегулира одредени банкарски производи вклучувајќи ги своп договорите, исклучувајќи ги од Commodity Futures Trading Commission.

Последната реченица на претходниот паус е најголемиот предизвик кој застава пред регулацијата особено во 2007 година. Скоро сите прашања за тоа како треба да се регулираат финансиските деривати лежат во тој домен, кај тие инструменти.

Во 2009 година во Америка излегува една статија која ги разгледува предлозите дадени од владина страна за корекција на пазарот на деривати и која дава регулаторни предлози, но со насловот „Кажете повеќе за истото“. Меѓу другото овде се дава критика на тоа дека администрацијата на Обама поставила предлози за далекусежни промени во регулацијата на ОТС дериватите, но предлозите не донесуваат ништо ново. Индустијалците сметаат дека дериватните аспекти се скоро истите објавени од секретарот Тимоти Гејтнер (Timothy Geithner) на 13 мај 2009 година.

Morrison & Foerster, адвокатска канцеларија, дава изјава дека: „Еден од примарните возачи позади административните предлози за објавување сеопфатна

регулаторна рамка за ОТС дериватите е погледот дека порастот на ризикот на ОТС дериватите постанува 'главен извор на зараза' за финансискиот сектор за време на финансиската криза“.

Предлозите дадени од администрацијата на Обама сметајќи на регулацијата на ОТС дериватните пазари сакаат да ги постигнат истите четири објективи кои Гејтнер ги објавил претходно. Прво, регулацијата се обидува да направи превенција на активности кои се закануваат на стабилноста на финансискиот систем. Тие целат кон промоција на пазарна ефикасност и транспарентност, како и кон детерминација на пазарна манипулација, измами и слични злоупотреби. Новите правила треба да обезбедат и сигурност дека ОТС дериватите не се пазарно несоодветни за „несофистицирани“ мали инвеститори.

Значи правилата се:

- регулацијата треба да направи превенција на активности кои се закануваат на стабилноста на финансискиот систем;
- регулацијата треба да направи промоција на пазарна ефикасност и транспарентност;
- регулацијата треба да направи детерминација на пазарна манипулација, измами и слични злоупотреби;
- регулацијата треба да обезбеди сигурност дека ОТС дериватите не се пазарно несоодветни за мали инвеститори.

Посебен акцент се става на тоа дека критичен елемент во постигнувањето на овие четири цели е дека слични производи или активности мораат да бидат субјект на слична регулација и мониторинг. Овој аспект е разгледуван по барање на пазарни извори кои сметаат дека постои поглед на тоа како во целина ќе функционира реконструирањето на финансискиот пазар, со тоа што е предложено за дериватниот простор преку новиот сет на регулации, но дека тие нема да го доведат пазарот поблиску до решение.

Во овој предлог даден од администрацијата на Обама, конзистентно на првичниот предлог се предложува *законски авторитет* да менаџира со централниот клиринг на сите стандардизирани ОТС деривати преку регулирани централни договорени учесници или ССР. Ова барање сака да ја зацврсти пазарната ефикасност и ценовната транспарентност. И Securities Exchange Commission и Commodity Futures

Trading Commission треба да имаат авторитет да ги регулираат ОТС дериватните пазари и ССР. Од ССР треба да се бара да наметне робусни маргинални побарувања и други неопходни контроли на ризикот.

Регулацијата треба да проверува дали приспособените ОТС деривати не се користат исклучиво како што е пропишано за избегнување на клирингот преку ССР. За избегнување на разликата меѓу „стандардизирани“ и „приспособени“ ОТС деривати, ОТС дериватите ќе бидат претпоставени како стандардизиран договор ако се прифатат за клиринг од еден или повеќе потполно регистрирани ССР.

Понатамошниот дел од текстот го разгледува аспектот на дериватите од аспект на институциите што ги користат.

Една од институциите се инвестициските компании кои покрај со готовина, корпоративни обврзници, приоритетни акции, обични акции, локални и државни обврзници, работат и со финансиски деривати. Инвестициските компании се цврсто регулирани ентитети кои се основаат и функционираат на основа на федералните закони (случајот во САД). Инвестициските компании се потпираат на истите општи закони како и јавните акционерски друштва, односно на Законот за хартии од вредности од 1933 година и Законот за берзи од 1934 година. Секоја емисија на хартии од вредност мора да е регулирана од Комисијата за хартии од вредност (SEC) и во понудата до инвестициската јавност емисијата мора да е проследена со проспект. Законска регулатива која потесно го регулира работењето на инвестициските компании во САД се води по Законот за инвестициски компании од 1940 година и Законот за инвестициски советници исто од 1940 година. Овие закони донесени пред седумдесет години се дополнуваат и осовременуваат дополнително со донесување амандмани. Сето ова не гарантира профитабилност на институцијата, туку регулативата се врши за да воспостави ажурна безбедност на инвеститорите. Законски е пропишано инвестициските компании да мораат да ги стават на увид важните податоци, како за компанијата така и за нејзините учесници. Секоја промена во инвестициските цели и инвестициски политики, претходно мора да биде одобрена. Секоја изјава, тврдење, промоција и реклама за и од инвестициската компанија мора да е точна, недвосмислена и не смее да предизвикува збунетост кај потенцијалните инвеститори. Со законот се предвидува во одборот на директори да има лица кои се независни директори. Законот за отворените инвестициски компании забранува емисија на други хартии од вредност, влез во тргување на кратко, купување на маргини, продажба на акции од фондот на

маргина и наплата на повеќе од 9% од приходот од продажбата на акциите на име продажна провизија. Со Закон е пропишано секој инвестициски фонд да ја проценува својата актива секојдневно врз база на неговата сегашна пазарна вредност и е должен да ги откупи своите акции од инвеститорите на нивна сметка. На отворените инвестициски фондови им е ограничено задолжувањето кај банките и се одвива по одредени процедури.

Со Законот за инвестициски компании пропишано е да за регулирани отворени фондови се сметаат оние кои на своите акционери им делат 90% од своите годишни приходи подлежни на оданочување и да имаат т.н. диверзификувано портфолио. Под терминот диверзификувано се подразбира портфолио кај кое една фирма не смее да поседува повеќе од 10% од акционерскиот капитал. Ова во основа не е диверзификација, туку повеќе е насочување (законодавно) кон управувањето на институцијата.

Законот за инвестициски компании пропишува некои специфичности во поглед на работата на затворените инвестициски фондови. Законот им забранува рекламирање и дополнителна емисија на акции, но им дозволува позајмување на средства преку емисија на обврзници и приоритетни акции, агресивни шпекулативни трговии со опции и фјучерси и широк спектар инвестициски цели во однос на отворените фондови. Тргувањето со хартиите од вредност на сите институции во САД мора да биде во согласност на одредбите за фер трговија пропишани од SEC и NASD, кои пак работат по Законот за берзи. SEC и NASD ги имаат воспоставено максималните износи на провизии во тргувањето со хартии од вредност. Од 1933 година вкупните провизии и „видливи“ и „невидливи“ кај отворените инвестициски компании се ограничени на 8,5%.

Законот за инвестициски советници бара сите инвестициски советници во фондовите да бидат регистрирани. На нив им се препишани неколку широки одредби против потенцијални проневери и им наметнува фидуцијарни обврски. И советниците мораат да ги почитуваат обврските за известување, евиденција и откривање на податоци за своето работење.

Правен акт од понов датум кој регулира инсајдерски трговии и недозволени операции со хартиите од вредност воопшто е Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act кој се однесува, делумно, и на инвестициските компании. Со него инвестициските компании се обврзуваат да преземаат пропишани процедури со кои се намалува можноста за инсајдерско тргување. Една од строгите забрани се однесува на

т.н. самотргување (self-dealing). Менаџментот на компанијата не смее да спроведува одредени активности и трансакции, како што е продажба на фондот на акции од кои сака да се ослободи, на подружничките компании или на нивни сродни соработници. Со ова се цели да ризикот кој го поднесуваат инвестициските компании биде последица на ценовните движења на финансискиот пазар, а не на неетичкото работење (пракса на портфолио менаџментот).

Во последно време се јавува интерес за можни додатни регулирања на некои сегменти на работењето на институциите. Причината за ова лежи во фактот дека по некои студии однесувањето на фондовите за финансискиот пазар зависи од расположливата инвестициска јавност, а се сведува на купување односно продавање на хартии од вредност во случај на раст односно паѓање на цените. Затоа некои веруваат дека фондовите може да придонесат нестабилност на финансискиот пазар. Но, некои пак други истражувања истакнуваат на спротивното¹⁵⁰.

Друга институција којашто се користи со финансиски деривати се банките.

„Финансиските деривати, историски гледано, беа девизните фјучерси и опции кои се појавија во својата модерна форма на пазарот во 70-тите години во Чикаго (претходни траги на ваков тип на инструментни се среќаваат во Холандија во 17 век и во Јапонија во исто време). Нешто подоцна се појавуваат т.н. свопови или своп договори. И на крај, преродбата на т.н. structured notes. Иако нивната употреба некогаш изгледа нелогична, но до 2000 година овие инструменти и нивната примена доживува голем раст. Нивниот раст е забележан поради тоа што тие се перципираат како:

- значајна бизнис потреба;
- им дозволуваат на фирмите и банките на долг рок да управуваат ефективно;
- им дозволуваат на фирмите и банките на долг рок работење со ниски трошоци и финансиски ризици.

Наспроти овие предности овие инструменти предизвикаа многу лош притисок кој водеше кон економска нерамнотежа. Ова наметнува потреба од стриктна и строга владина контрола и супервизија.

Освен економска нерамнотежа, односно финансиски колапс не постои некоја друга опасност од користењето финансиски деривати. Фирмите ќе продолжат да губат

¹⁵⁰ Dr Dejan B. Soskic, "Hartije od vrednosti - upravljanje portfoliom i investicioni fondovi" peto izdanje, Centar za izdavacku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009, str. 263

пари на лоши проценки и лоши деривати, како што и секогаш во своите средства имаат вообичаени ставки: акции или недвижности. Секогаш е можно големо попуштање на еден од светските финансиски пазари, но распаѓањата во финансиските пазари не се егзогени. Тие се општествени несреќи, кои не ги следат трансакциите помеѓу приватниот сектор, туку следат намерни акции на централна банка (било тоа да е некаде во светот), а вообичаено тоа може да е претерана реакција на некоја општествена грешка во друга насока.

Пред скоро 20 години, во 1994 година на американскиот финансиски пазар се случувале превирања како резултат на тоа што ФЕД ненадејно ги подбуцнувале краткорочните каматни стапки нагоре. Зошто ФЕД чувствувала потреба од таков чекор? Затоа што ФЕД претходно ги воделе краткорочните стапки далеку пониски со надеж дека пониски стапки ќе водат кон пониски долгорочни стапки, што пак води кон мисла и надеж дека тоа ќе ја извади американската економија побргу надвор од рецесијата. Ова дало слика на банките, на хец фондовите и на големите институционални инвеститори да водат стратегија на: позајмуваат средства краткорочно, а пласираат средства долгорочно (*borrow short – lend long*). Ниските каматни стапки би го држеле мал нивниот трошок за позајмување и стравот на ФЕД од задушување на тогаш сеуште слаба економска експанзија би ги држел стапките ниско. Цените на долгорочните обврзници, тогаш, можеле да одат само во една насока: нагоре. За нешто повеќе од година, тие ливерицирани облози за паѓање на долгорочните каматни стапки удобно се исплатиле.

Но, ФЕД на крајот открил, односно реоткрил дека краткорочните стапки би требало да се држат под варантното (гарантираното) ниво само со рапидно зголемување на понудата на пари и ризикување на избувнување на ценовна инфлација. ФЕД по тоа ненадејно пристапил на монетарни „кршења“ со раст на краткорочните каматни стапки, надевајќи се дека антиинфлаторната реторика би ги одржувала и заштитила инфлаторно поосетливите долгорочни стапки од зголемување. Но, проценката на ФЕД била погрешна. Долгорочните стапки пораснале пропорционално со краткорочните, со тоа почнал нестабилниот тек на Wall Street. Така, излевањето на американската реална економија од монетарното американско стегање било мало, но тековно постегнато и важно било ова да не стане самозадоволување. Ако се навратиме во 30-тите години на 20 век недоброто менаџирање на ФЕД дозволило оштетата на централната банка да се префрли на економијата.

Во 1994 година постоеле и ставови кои сметаат дека дериватите се многу цврсто регулирани. Работата на гореспоменатата CFTC и SEC ја толкуваат како бирократско производство на „црвени ленти“. Брокерите и дилерите се регулирани иако зад нив стоеле светски познати и ценети како врвни, институции. Тие институции се Goldman, Sachs, Salomon Brothers! Но, наспроти ова некои критики (вклучително и U.S General Accounting Office) уште тогаш кажувале и се жалеле на тоа дека додека SEC ги регулира дилерските фирми и нивните исполнувања на капиталните барања, агенциите немаат специјална или специфична рамка на барања за нивните дериватни операции. Е сега прашањето е дали ова има смисла ако во предвид се земе поставката на работа на дериватниот бизнис на Wall Street. Дериватниот бизнис работи на принцип на кредитен квалитет. Никој нема да склучи договор за своп ако не можете да го убедите дека имате адекватен капитал или најмалку дека имате колатерал ако немате адекватен капитал. Оваа мисла оди уште подлабоко во одбраната на регулацијата на дериватите што смета дека тие се доволно регулирани и од аспект што рангирањето го поминуваат кај Moody's и Standard and Poors, агенции кои бараат построга адекватност на капиталот и кредитна анализа дури и од SEC. 70 проценти од дериватниот бизнис се води од банки, а работата им е регулирана од една до три одделни регулаторни институции.

Во оваа насока авторите кои го бранеле ставот дека дериватите се регулирани, па дури и пререгулирани, даваат објаснување дека кризите настануваат од различни причини и дека нарушувањата во економијата во 30-тите и во 80-тите години на 20 век воопшто не се исти. Таканаречената дерегулација на заштедите и депозитите во раните 80-ти години на минатиот век биле помалку прашање на дозволување слободниот пазар сам да си ја заврши работата, отколку обидот на Конгресот за пролонгирање на животот на индустријата. Животот на индустријата во вистински слободен пазар би завршил многу порано. На индустријата не ѝ било дозволено да „умре“ природно, затоа што станбените инвестирања и сè поврзано со нив станало жртвено јаре на американската политика. Конгресот во 30-тите години на минатиот век, односно во годините по Втората светска војна ги поттикнувале американските граѓани да купуваат домови и да ги финансираат со 30-годишни, фиксни хипотекарни заеми од депозитни локални штедилници и штедни асоцијации. Во средината на 60-тите години на минатиот век, како инфлацијата и оттаму каматните стапки почнале да растат во САД, штедно кредитните асоцијации морале да плаќаат шест проценти или повеќе за да се заштитат од загуба на депозитите, додека фиксните стапки и 30-годишните хипотеки биле направени претходно на 4 или 5%. До крајот на 70-тите години на минатиот век,

фактички како што инфлацијата забрзала, поголем дел од индустријата станала технички несолвентна за базата mark-to market. Конгресот им дал уште една шанса со тоа што дозволил инвестирање во повеќе форми, не само во хипотекарни позајмувања, туку инвестирање во комерцијални недвижности, луксузни земјишта и останато. Плус, Конгресот го зголемил лимитот на владино гарантирани депозитни сметки од 10.000 долари на 100.000 долари по сметка – не по индивидуа или по фамилија. Сето ова, сметаат овие научници дека предизвикало голема можност од неодговорност во работењето на депозиторите затоа што американската влада гарантирала за нивните депозити. Наведувањето на штедно – кредитните спасувања како основа за регулирање на дериватите предизвикува поголема иронија според овие мислители затоа што ако има непоклопувања помеѓу депозитите со флукуирачки камати и хипотеките со фиксна стапка, тогаш каматните свопови, фјучерси или опции се јавувале како решение. Индустријата била потпомогната и од развојот на хипотеките со варијабилни стапки, а дури повеќе и од можноста за секјуритизација на овие инструменти преку создавањето хипотекарни здруженија (mortgage pools). Овие „базени“ служеле како инпут на уште една класа деривативни секјуритизациони инструменти наречени, СМО collateralized mortgage obligations, колателаризирани хипотекарни обврски. Ова поддржувало многу нови стратегии за контрола на каматниот ризик, преку за жал исто така нови патеки на невешто и несреќно губење на многу пари.

Дериватите и безбедноста на банкарскиот систем. Ставот по ова прашање е дека со така воспоставениот регулаторен систем во Америка и комерцијалните банки претставувале сигурна институција за инвестирање.

Овие и слични на нив недоразбирања за дериватите имаат одреден придонес на јавното чувство за тешкотијата поврзана за дериватите, автоматски со тоа бламирајќи го јавното игнорирање за која било побарувачка за нови владини регулативи, кои според ова мислење би биле само вишок и грешка. Кога доаѓа до оценување на регулацијата и другите владини интервенции во економскиот живот постојат два различни тека. Едниот е базиран на Милтон Фридман, а другиот е типизиран по Џорџ Стиглер. Стиглер вообичаено е циничен и тој регулацијата ја оценува како беневит за нејзините спонзори и нивното проширување пред конкуренцијата, наместо да е реален одговор на ситуацијата, како домашно така и на меѓународно ниво. Критиката оди дури во таа насока што тој смета дека регулацијата е чиста форма на тоа што нелегално би било земање мито. Чиста форма затоа што поттурнувањето на еден економски сектор за сметка на друг, нормално дека се исплаќа на некој начин, како беневит.

Критиката дури прави компарација со јапонската економија каде што лицата вклучени во регулацијата вообичаено се одбрани независни членови – професори од универзитети, со долгорочно финансиско искуство, но не и членство во некоја институција или организација¹⁵¹.

Оваа тематска поединица посочувајќи ги до некаде историските текови на дериватното регулирање покажува колку е таа предизвик пред економистите и правниците посебно поради сè уште спротивставените ставови (кои денеска, логично, повеќе тежнеат кон тоа дека е потребна цврста и комплетна регулација) во однос на имплементирање и ажурност на регулаторниот систем.

3. Меѓународно тргување со финансиските инструменти како предизвик пред финансиската регулација

Обработката на овој дел ќе го започнам со цитат од учебникот „Меѓународни трговски договори“ од Александар Николовски, каде што во делот за начелата за меѓународните договори споменува начело на слобода на трансфер на пари и вредности. Овде тој вели: „Ова начело неминовно го следи начелото на слобода на трговијата. Меѓутоа, ова начело е многу зависно од општествените, економските и политичките услови во секоја земја, затоа често е укинувано и повторно поставувано. Неговата важност е многу голема за развитокот на меѓународните економски односи, бидејќи не е само цел, определена стока да се извезе во странство, или пак изврши некоја услуга на странски деловен партнер, туку тоа треба да биде наплатено, односно да се добие определен еквивалент во пари, бидејќи тоа е вистинската смисла на меѓународната размена на стоки и услуги во меѓународните економски односи. Меѓутоа, независно од ова секоја земја има право да го регулира својот начин на плаќање. Во ерата на либералниот капитализам било воведено „златно важење“ (златен стандард) и тогаш меѓународното плаќање се одвивало непосредно без некои посебни тешкотии. Но, веќе во втората половина на 19 век доаѓа до правни тешкотии и желба земјите да ги уредат начините на плаќање и да обезбедат меѓународна монетарна стабилност. Во овој период се склучени разни сојузи (како на пример, Германскиот сојуз, Австрија, Латинска монетарна унија, од 1936 година., со која се основани

¹⁵¹ Merton H. Miller, “Do we really need more regulation of financial derivatives?”, The University of Chicago, Graduate School of Business, selected paper number 75, 1994

фондови за стабилизација на трговијата меѓу Франција, Белгија, Италија, Швајцарија, Трипатитна спогодба меѓу Франција, Англија и САД и други.).

Во Втората светска војна посебно е важна спогодбата за Меѓународниот монетарен фонд кој има цел да помогне за стабилизација на монетарниот систем и да го спречи паѓањето на трговската размена во светот. Исто така, денес важна улога игра и „Клубот на десеттемина“ односно клубот на десетте важни (главни) валути, на најсилните економски земји кои денес практично ја диктираат паричната политика на конвертибилното подрачје. Меѓутоа, трансферот на паричните вредности помеѓу други земји се врши и по друг пат и тоа по пат на клиринг или со посебни платни аранжмани, а понекогаш и непосредно со плаќање во злато (на пример, поранешната СССР доста често своите обврски ги измируваше директно со злато).

Затоа со право можеме да констатираме дека се уште немаме, односно не постои единствен систем, кој во сегашниве услови би овозможил слободен трансфер на пари и парични вредности во светски размери и тоа претставува голема пречка за понатамошната размена на стоки и услуги и претставува пречка за униформирање на правилата и обичаите на меѓународните трговски договори во областа на регулирањето на паричните трансакции“.

Не постоењето на единствени системи, финансиската структура се обидува да го реши по области. Решавањето на меѓународни финансиски начела е солучија за банкарското интернационално работење, за перењето пари, за размената на стоки и слично. Станува збор за прашања кои неминовно мора да се решат од причина што саморегулиран трансфер на пари значи можност од малверзации и појава на економски ризици. Така, банкарското работење се регулира со Базел стандарди (Basel I, Basel II, Basel III). Последниот Базел III¹⁵² е глобален регулаторен стандард за банкарската адекватност на капиталот, стрес тестирање и ризик од пазарна ликвидност, изгласан од членовите на Базелскиот комитет за банкарска супервизија во 2010/2011 година. Третиот дел на стандардите од Базел бил развиен како одговор на недостатокот од финансиска регулација откриен со кризата на доцните 2000-ти години. Со Базел III се зацврстуваат капиталните барања од банките и се воведуваат нови регулаторни барања за банкарската ликвидност и банкарскиот ливериџ. Со Базел III преку поформална

¹⁵² На Самитот во ноември 2011 г. во Сеул е донесен договор за реформи кои ќе придонесат за зацврстување на глобалниот капитал и ликвидносни правила, со цел на промоција на поеластичен банкарски сектор, наречен Базел 3. Секоја област под овој договор дава препорачани промени и има одделни заклучоци, дебати и фази на имплементација. Од сите нив имплементацијата е најголем предизвик (поради искусеното минато).

сценарио анализа се опфатени кредитните рејтинг агенции, односно рангирањето на кредитоспособноста, потоа на обврзниците, на финансиските „снопови“ и многу други финансиски инструменти кои не беа вклучени во супервизија од официјалните агенции, а добивале високи рејтинзи (како, на пример, многу хипотекарно покриени кредити, свопови и сл.). Сценарио анализата се однесува на три домена, на домен на рејтинг агенциите, на фирмите и на фирми кои користат поекстремни форми на финансиско работење. Се проценува дека имплементацијата на Базел III ќе придонесе за намалување на растот на годишниот БДП од 0.05-0.15%. Со овој стандард се бара банките да држат 4.5% од заедничкиот капитал (што е зголемување за 2% од Базел II) и 6% од Tier I капиталот (што е исто така зголемување на 4% во Базел II) на ризичните средства (RWA). Базел III воведува дополнителни капитални затегнувања кои им дозволуваат на националните економии попрецизно и внимателно работење кога има зголемена побарувачка за кредити, а исто така воведува мерки за стапката на задолженост односно ливериџот на институциите.

Всушност, како последица на финансиската криза се создава водич за капитална адекватност кој покажува многу области за кои е потребно детално разгледување, развој, дебатирање, лобирање со цел постигнување релација меѓу светски значајните финансиски институции¹⁵³.

Заклучно земено, предлозите на Базел III можат да се сублимираат во пет клучни чекори со кои ќе се овозможи квалитет, конзистентност и транспарентност на капиталната основа, како и зголемување на нивните вредности. Tier 1 капиталот мора да е составен доминантно од акции и задржана добивка, во Tier 2 капиталот инструментите мора да бидат хармонизирани, а Tier 3 да биде елиминиран. Потоа следи затегнување на покриеноста на ризикот од капиталната основа. Ова значи промоција на поинтегриран менаџмент со пазарот и ризикот на другата страна на договорот, потоа додавање на CVA (credit valuation adjustment) ризик, зацврстување на капиталните барања кои предизвикуваат ширење на побарувањата, а се предизвикани од банкарските деривати, репо или финансирани трансакции со хартии од вредност. Се тежнее кон намалување на процикличноста и преместување на OTC дериватните договори на централна институција (најверојатно клиринг куќа). Со овој стандард е опфатено и управувањето со ризиците посебно на кредитното изложување и на стандардите кои треба да контролираат „wrong-way“ ризици од погрешен правец.

¹⁵³ Systemically important financial institutions (SIFIs)

На ниво на стапката на задолженост посебно внимание се посветува на ливериџот на банкарскиот сектор, на начинот на мерење на показателите со што ќе се врши форма на супервизија на пресметките. Комитетот предложува серија на мерки за промоција на контрола при добри времиња, за да не се случуваат шокови во период на „стрес“ и претставен е глобален стандард (стапка) за минимална ликвидност за интернационално активните банки кои вклучуваат 30-дневна стапка на покриеност т.н. Net Stable Funding Ratio. Како потенцијален предизвик се пројавува имплементацијата на предложените мерки која се претпоставува дека ќе постане дивергентна покрај различните јурисдикции.

Крајот на 2011 година Америка објавила дека ќе ги имплементира скоро сите предлози на Базел III и тоа не само во банкарското работење, туку кај сите институции кои имаат средства од над 50 милијарда долари.

Ако погледнеме кон минатото и искуството од Базел II се покажува дека почетните анализи, стратегиската евалуација и робусното планирање се круцијални за успешно ултимативно имплементирање. Нормално, фирмите треба да бидат подготвени на флексибилна адаптација на одредените промени и развојни етапи.

Студија на ОЕЦД издадена на 17 февруари 2011 година, проценува дека на среден рок влијанието на Базел III ќе влијае на раст на БДП во опсег од -0,05% до -0,15% годишно. Економскиот аутпут е главно под влијание на зголемување на банкарските заеми кој се шири како што банки носат пораст на трошоците за банкарските финансирања, тоа води кон повисоки капитални барања, на своите клиенти. За да се исполнат ефективно барањата за капитал во 2015 година (4,5% за заеднички коефициент на акционерски капитал, 6% за Tier 1 капитал), банките се очекува да ги зголемат своите заеми и да се шират во просек за околу 15 базични поени. Барањата за капитал кои треба да стапат на сила од 2019 година (7% за заеднички коефициент на акционерски капитал, 8,5% за Tier 1 капитал) може да ги зголемат банкарските заеми и да се прошират од околу 50 базични поени. Проценетите ефекти врз растот на БДП не преземаат никаква активна реакција од монетарната политика. Базел III е можност, како и предизвик за банките. Тоа може да обезбеди солидна основа за следните случувања во банкарскиот сектор, а со тоа може да се осигура дека поранешните неумерености се избегнуваат. Базел III го менува начинот на кој банките ќе се обраќаат на управувањето со ризик и финансиите. Новиот режим бара многу поголема интеграција на финансии и управување со ризикот. Ова веројатно ќе води кон конвергенција на надлежностите на CFOs и CROs во обезбедување на

стратешките цели на бизнисот. Сепак, усвојувањето на поригорозни регулаторни ставови може да биде попречена од потпирањето на повеќе податоци и со поделбата на власта меѓу оние кои се одговорни за финансиите и оние кои управуваат со ризикот. Новиот акцент на управување со ризик дека е вродено во Базел III бара воведување рамка или еволуција на управување со ризикот која е како стабилна подлога на постојните финансиски менаџмент инфраструктури. Како и дека е регулаторниот режим, Базел III на многу начини обезбедува рамка за вистински следење и за управување со ризикот, кој вклучува покривање на сите ризици на бизнисот.

Погоре се споменати неколку датуми кои всушност се дел од подолу дадениот приказ на клучни термини за имплементација на Базел III:

Капитални побарувања

Датум пресвртница: Капитални побарувања

- 2013 **Минимални капитални потреби:** Почеток на постепеното градење на повисоки минимални капитални потреби.
- 2015 **Минимални капитални потреби:** Повисоки минимални капитални потреби се целосно имплементирани.
- 2016 **Конзервациона заштита:** Почеток на постепеното градење на конзервациона заштита
- 2019 **Конзервациона заштита:** конзервационата заштита е целосно имплементирана.

Стапка на задолжување

Датум пресвртница: Стапка на задолжување

- 2011 **Супервизорски мониторинг:** Развивање на образци за да се следи односот на моќта и основните компоненти.
- 2013 **Паралелен тек 1:** Односот на моќта и нејзините компоненти ќе бидат следени од страна на супервизори, но необелоденети и незадолжителни.
- 2015 **Паралелен тек 2:** Односот на моќта и нејзините компоненти ќе бидат следени и обелоденети, но незадолжителни.
- 2017 **Крајни приспособувања:** Врз основа на резултатите на паралелниот тековен период, кои било крајни приспособувања на односот на моќта.

2018 **Задолжителни потреби:** Односот на моќта ќе стане задолжителен дел од потребите на Базел III.

Побарувања за ликвидноста

Датум пресвртница: Побарувања за ликвидноста

2011 **Период на набљудување:** Развивање образци и супервизорски надзор на односите на ликвидностите.

2015 **Воведување на LCR:** Воведување на односот на покриеност на ликвидноста (LCR).

2018 **Воведување на NSFR:** Воведување на Net Stable Funding Ratio (NSFR).

Квалитативното влијание на предлозите може да се подели на два сектора, на сектор на индивидуални банки и на сектор на влијание на финансискиот систем.

Влијанието на индивидуалните банки е¹⁵⁴:

- Послабите банки истиснуваат;
- Значителен притисок врз профитабилноста и ROE;
- Промени на побарувачката од краткорочни на долгорочни финансирања;
- Правна реорганизација на институциите.

Влијанието на финансискиот систем е:

- Намалување на ризикот од системска банкарска криза;
- Намалување на капацитетот за кредитирање;
- Намалување на инвеститорскиот апетит кон банкарскиот долг и капитал;
- Неконзистентната имплементација на предлозите од Базел III води кон интернационална арбитража.

Квалитативното влијание на предлозите може да се прикажано на графикон (прикажан подолу). Во основа квалитативно влијанието на стапката на капиталот може да се прикаже преку формула и тоа:

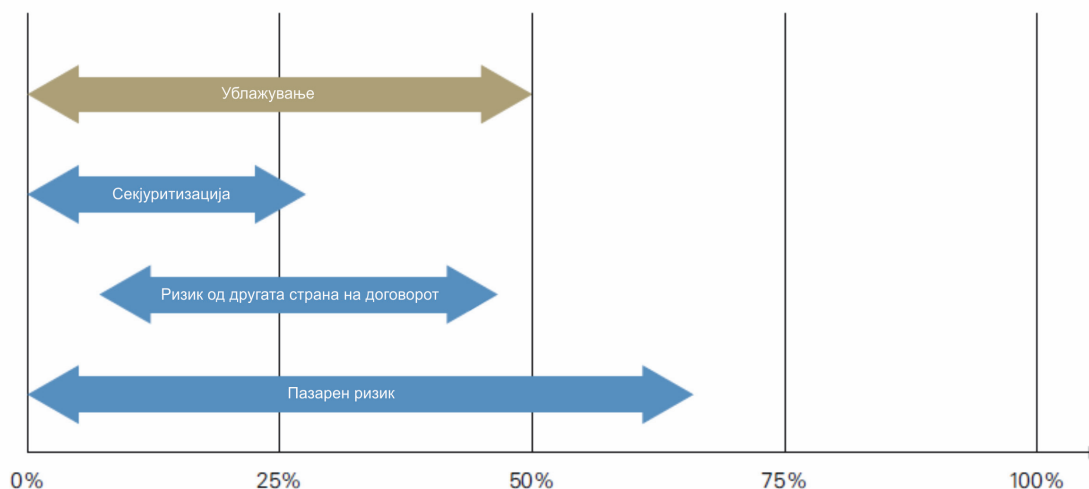
¹⁵⁴ KPMG, “Basel III: Issues and implications”, KPMG LLP, 2011, p. 4

$$\text{Стапка на капитал} = \frac{\text{Подобен капитал}}{\text{Ризични – пондерирани средства}}$$

↓
↑

Графикон 6.1. Процентуален опсег на промени на RWA

Процентуален опсег на потенцијалното зголемување на RWA и процентуалниот опсег на можно ублажување на RWA преку зголемување кое може да порасне од клучна промена на капиталот.



Извор: KPMG, “Basel III: Issues and implications”, KPMG LLP, 2011

Фирмите е предвидено да се приспособат на новите мерки на стапката на капиталот преку повеќе начини и методи, меѓу кои се:

- Подобрување на ефикасноста на постоечките методологии за проценка на пристапи на внатрешни рангирања базирани на кредитен ризик и пристапи на внатрешни модели на пазарен ризик;
- Правна реорганизација на институцијата за оптимизирање на влијанието од капиталното намалување;
- Активен менаџмент со билансите и стратегиите за хеџирање;
- Редизајн на бизнис моделите и портфолио фокусот.

Според BCBS Базел III е поставен за две главни цели:

- Затегнување на глобалните капитални и ликвидни регулации заради промоција на поеластичен банкарски сектор;

- Зацврстување на способноста на банкарскиот сектор да апсорбира шокови кои произлегуваат од финансиски и економски потреси, со кои може да се предизвика одлевање на ефектите од финансискиот сектор на реалната економија.

За постигнување на овие цели, предлозите како што е споменато и погоре, се поделени на главни области адресирани како:

- реформа на капиталот;
- реформа на ликвидноста;
- други елементи поврзани со генерално подобрување на стабилноста на финансискиот систем.

Приказ на главните области на делување на Базел III:

Дефект на предлозите од Базел III

Basel III		
Реформи на капиталот	Стандарди за ликвидност	Систематичен ризик и интерконекции
Квалитет, конзистентност и транспарентност на капиталната база	Краткорочно: Стапка на ликвидна покриеност	Капитални иницијативи за користење CCR за OTC
Опфат на сите ризици	Долгорочно: Net Stable Funding Ratio (NSFR)	Повисоко ниво на капитал за систематичните деривати
Контролирање на ливериџот		Повисоко ниво капитал за интер-финансиски изложености
Бафери		Контингентален капитал
		Доплата на капитал за систематски банки

За сите области, предлозите и импликациите се (погоре теоретски објаснети) сублимирани и прикажани во табеларното обраќање:

Табела 6.1. Цели на Базел III

Регулаторна цел (1) – Зголемен квалитет на капитал

Базел III содржи различни мерки со цел подобрување на капиталниот квалитет, со крајна цел да се подобри капацитетот на апсорбирање на загуба кај сценарија за грижа и ликвидација.

Опис на клучните промени:

- Заедничкиот капитал во акции и задржаните заработки треба да бидат доминантни компоненти од Тиер 1 капиталот, наместо должничките инструменти и тоа над сегашното правило од 50 проценти;
- Хармонизирани и поедноставени барања за Тиер 2 капиталот со експлицитна цел за овој капитал;
- Целосна дедукција за капитални компоненти со мал капацитет на апсорпција на загуба, како што се каматни стапки на малциства, холдинзи во други финансиски институции;
- Постепено исфрлање на компонентите на хибрид Тиер1, вклучувајќи многу од зголемените/иновативни издадени инструменти, користени од банките во изминатата декада.

Импликации:

- BCBS мерките се веќе дисконтирани од маркетите, па така банките најверојатно ќе ги исчистат нивните биланси на состојба што е можно побрзо;
- Веројатно е да се забележи пораст на значителен капитал од страна на банките, заедно со претенција на профити и намалени дивиденди;
- Националните регулатори ќе имаат помалку флексибилност за да дозволат капиталните инструменти да бидат вклучени во капиталот на тиер 1 и тиер 2;
- Систематски важните банки (и потенцијално, сите банки) може да добијат дозвола да издаваат зависни конвертибилни хартии од вредност за да ги исполнат дополнителните капитални потреби.

Регулаторна цел (2) – Зголемен квантитет на капитал

Базел III содржи различни мерки насочени да го зголемат нивото на капитал одржано од институциите, како и обезбедување антициклични механизми.

Опис на клучните измени:

Минимум заеднички капитал во акции во тиер 1:

- Зголемен од 2,0 на 4,5 проценти;
- Плус „капиталните конзервации“ се амортизираат од 2,5 проценти;
- Доведување на потребата на целосниот заеднички капитал во акции до 7,0 проценти;
- Треба да се оствари од 2013 до 2019 година.

Минимален вкупен капитал:

- Зголемен од 8,0 на 10,5 проценти (вклучувајќи и амортизирање на конзервацијата);
- Треба да се оствари од 2013 до 2019 година.

Антицикличната капитална амортизација се развива во моментов и се очекува да се имплементира со зголемување на капиталната амортизација на конзервацијата за време на период на екседивен пораст на кредити.

Импликации:

- Банките ќе се соочат со значителна капитална потреба и дефицитниот товар ќе треба да се подигне како заеднички капитал во акции или преку задржување на дивидендите.
- Во принцип, банките ќе бидат способни да повлекуваат од амортизацијата на капиталната конзервација во стресни периоди, но се чини неверојатно дека тие ќе одлучат да го направат тоа, со оглед на придружните задржувања на нивните дистрибуции на заработки.
- Последователно, банките веројатно ќе целат на повисок однос на заедничкиот капитал во акции и се чини дека пазарното очекување за заеднички капитал во акции тиер 1 се движи до приближно 9 проценти.
- Веројатно ќе има понатамошни дополнувања за ризиците на Столбот 2, системски важни фирми и антицикличната капитална амортизација, така што банките можат да целат кон вкупен капитален однос од 13-15 проценти.

Регулаторна цел (3) – Намалена моќ преку воведување на последна мерка на пропорционалноста на моќта

Пропорционалноста на моќта дејствува како неризична последна мерка за да се намали ризикот од натрупување еksesивна моќ во институцијата и во финансискиот систем како целина. Пропорционалноста на моќта останува контроверзна и тука останува нејаснотијата за одредени аспекти на егзактни механизми.

Опис на клучните промени:

- Лимитот на моќта е три проценти, т.е. вкупните средства на една банка (вклучувајќи ги и регуларните сметки во билансите и сметките кои не се евидентираат во него) не треба да бидат повеќе од 33 пати од капиталот на банката;
- Во 2011 година ќе се развијат шаблони за репор. Во 2013 година регулаторите ќе почнат да ги набљудуваат податоците за пропорционалноста на моќта и таа пропорционалност ќе биде ефективна од јануари 2018 година;
- Пропорционалноста се воведува за да се заменат мерките базирани на ризик од регулаторниот капитал;
- Пропорционалноста на моќта е имплементирана врз големи и немерливи основи, не земајќи ги предвид ризиците поврзани со средствата.

Импликации:

- Воведувањето на пропорционалноста на моќта може да доведе до редуциран исход и е јасен поток за банките да ја зајакнат нивната капитална позиција, иако останува да се види дали пропорционалноста ќе функционира за индивидуалните фирми;
- Приспособената неризична мерка може да ги поттикне банките да се фокусираат на исход од типот поголем ризик / поголем приход;
- Се крева притисокот врз банките да продаваат средства со ниски маргини (т.е. хипотеки), што може да ги симне цените на тие средства;
- Пазарот и рангирачките компании може да побараат од банките да одржат поголема пропорционалност на моќта отколку што бара регулаторот.

Регулаторна цел (4) – Зголемена покриеност на краткорочната ликвидност

Регулаторниот одговор на финансиската криза имаше доста задоцнето ребалансирање во однос на зналајноста на управувањето со ризикот од ликвидност и исполнувањето на неговите „Принципи, управување и супервизија на ризикот за звучна

ликвидност“, Базел комитетот уште повеќе ја зацврсти својата рамка за ликвидност, развивајќи два минимални стандарда за финансирање на ликвидност.

Опис на клучни измени:

- Степенот на ликвидна покриеност од 30 дена (LCR) е наменет да ја промовира краткотрајната издржливост на потенцијални прекини на ликвидноста. LCR ќе помогне да се гарантира дека глобалните банки имаат доволно висококвалитетни ликвидни средства за да издржат нагласено финансирано сценарио, специфицирано од супервизори.
- За LCR, акциите за висококвалитетни средства се споредува со очекувани парични излевања за нагласено сценарио. Очекуваните парични излевања ќе се покријат со доволно ликвидни висококвалитетни средства.
- Средствата добиваат надоместок базиран на „ликвидност“ варирајќи од 100 проценти за владини хартии од вредност и пари за надоместување од 0 до 50 проценти за корпоративни хартии од вредност.

Импликации:

- Ризикот од импакт од паника на и од банките треба да се намали, што ќе ја подобри целосната стабилност од финансискиот сектор.
- Воведот на LCR ќе бара од банките да држат значително повеќе ликвидни ниско еластични средства да го задоволат LCR, што ќе има негативно влијание на профитабилноста.
- Банките ќе го променат нивниот профил за финансирање што ќе доведе до поголема побарувачка за долготрајни финансирања. Ова финансирање може нема да биде достапно од институционални инвеститори што генерално бараат да се намалат нивните резерви и вложувања во финансискиот сектор.
- Интерпретација на high run-off стапките од страна на национални регулатори може да предизвика различни дискусии.

Регулаторна цел (5) – Зголемено стабилно финансирање на долгорочен биланс на состојба

The Net Stable Funding Ratio (NSFR), стапка на финансирање на нето стабилност е создадена да се охрабрат и стимулираат банките да користат стабилни извори за да ги

финансираат нивните активности за да ја намалат зависноста на краткорочното комплетно финансирање.

Опис на клучните промени:

- NSFR споредува достапни извори за финансирање со потребите за финансирање кои резултираат од средствата на билансот на состојба;
- Достапно стабилно финансирање поголемо од потребно стабилно финансирање;
- Потребните и достапните износи за финансирање се одредени користејќи фактори за мерење, рефлектирајќи ја „стабилноста“ на достапното финансирање и траењето на средството;
- Факторите за мерење на средства варираат од 0 и 5 проценти за парични и владини хартии од вредност, односно 65 проценти за хипотеки, 85 проценти за малопродажни заеми и 100 проценти за други средства;
- За да се одреди стабилно финансирање достапно за долговите, факторите за мерење варираат од 100 проценти за тиер1 до 90 проценти за основни малопродажни депозити и 50 проценти за несигурно комплетно финансирање. ECB финансирањето се мери на 0 проценти.

Импликации:

- NSFR ги стимулира банките да го намалат потпирањето на краткорочно комплетно финансирање и да ја зголемат стабилноста на финансирачкиот микс;
- Банките ќе треба да ја зголемат пропорционалноста на комплетни и корпоративни депозити со рокови поголеми од една година, но моментално, апетитот за временски / условен долг е ограничен;
- За повеќето банки ќе биде тешко да ја зголемат пропорционалноста на компетни и корпоративни депозити со рокови поголеми за една година (ограничена пазарна побарувачка), што веројатно дека ќе доведе до поголеми трошоци за финансирање;
- Управувањето на NSFR со изменување на миксот на средства веројатно ќе резултира со зголемување на пропорционалноста на краткорочните средства, намалувајќи ја заработката;

- Посилните банки со повисоко NSFR ќе можат да влијаат врз пазарните цени на средствата. Послабите банки ќе ја намалат својата конкурентност што може ќе го намали нивото на конкуренција.

Регулаторна цел (6) – Засилено заземање ризик, особено ризикот од другата страна на договорот

Оваа цел има задача да обезбеди целосно покривање на ризиците во рамката на пилаар 1. Зголемувајќи ги капиталните побарувања против ризиците несоодветно опфатени во рамката на Базел II. Значајни зголемувања за размена на књи позиции и позиции на секјуритизација се веќе воведени во предлозите на Базел II (5 јули 2009 година). Предлозите на Базел III примарно го модифицираат третманот на изложености на финансиски институции и ризикот од другата страна на договорот, на дериватни изложувања и ќе бидат ефективни од 1 јануари 2013 година.

Опис на клучните измени:

- Калибрација на кредитниот и ризикот од другата страна на договорот што моделира пристапи какви што се внатрешни методи и IMM модел за нагласени период;
- Зголемена корелација за одредени финансиски институции во IRB формула за се рефлектира искуство од неодамнешната криза, нови капитални задачи за прилагодувања на кредитна проценка и погрешен ризик;
- „Carrot and stick“ пристап да се охрабри употребата на централни учесници на другата страна на договорите за стандардизирани деривати;
- Подобрени стандарди за управување со ризик од другата страна на договорот во области на колатерално управување и тестирање.

Импликации:

- Сè уште се разгледува степен на несигурност врз крајниот капитален импакт како што се спремаат прилагодувања на кредитна проценка, за да се рефлектира значаен индустриски критицизам;
- Контролите и квалитетот на управувањето со ризикот од другата страна на договорот е критичен, бидејќи ризикот е фокусиран на централни тела;
- Да се намали нивото на интра финансиски секторен бизнис кој доаѓа од зголемен капитален интра сектор;

- Трошоците на работење со финансиски учесници од другата страна на договорот треба да бидат вреднувани во бизнисот што доведува до преглед на бизнис модел

Извор: KPMG, “Basel III: Issues and implications”, KPMG LLP, 2011

Имплементацијата на Базел III за САД е процес кој треба да се одвива постепено, така, Централната банка на САД, на почетокот на јуни 2012 година изгласала едногласно да се ослободи од тешкиот предлог за имплементација на глобалниот договор за амортизирање на банкарскиот капитал познат како Базел III кој е критичен чекор за осигурување дека големите институции се доволно ублажени против финансиски шокови.

Ваквата одлука е донесена поради тоа што се согледало дека имплементацијата мора да оди постепено, затоа што во спротивно ќе се случат одредени проблеми во економските текови.

Базирано на предлогот, кој ги вклучува интернационалните договори договорени во септември 2012, од банките ќе се бара да се одржат на најстрогите форми на заеднички акционерски капитал и нивно ниво на 7% од нивните ризични средства, за разлика од тогашните 2%. (Тогаш гувернерите изгласале 7-0 за да се предложат правилата. „Ние се движиме од свет каде 2% е светска норма кон свет каде 7% е норма и кој сам за себе е еден од најзначајните чекори кои може да ги преземеме како заштита на финансискиот систем “ – изјава на Џереми Стејн (член на Одборот на гувернери во ФЕД).

Ако ова е најзначајниот чекор тогаш неговата имплементација одеднаш ќе предизвика шок за некои институции. Ако Базел III правилата бидат спроведени во сила веднаш, најголемите 19 американски банкарски холдинг компании ќе имаат недостаток од 50 милијарди долари. Оваа изјава е дадена од ФЕД и нивен официјален претставник. Според истите извори најголемите институции до јуни 2012 година имаат 791 милијарди долари во капитал, а други помали и средни банки кумулативно треба да подигнат 10 милијарди долари во капитал за да одговорат на базелските барања.

Во прилог на одлуката на ФЕД, институциите за осигурување на депозити и контрола на девизите на САД мораат да приспособат правила кои се по терк на базелските барања, за да постигнат ефекти. FDIC и OCC (Federal Deposit Insurance Corporation & Office of the Comptroller of the Currency) треба да постават сет од слични

регулативи како базелските и овие предлози да ги стават на разгледување, па потоа да ги изгласат. Предлозите треба да вклучуваат построги ограничувања за тоа колку капитал банките ќе користат како одбранбен механизам поради нивните портфолија на комерцијални недвижности и очекувани економски шокови во системот. Некои заеми и денес покажуваат висока изложеност на ризик, но сепак во рамки на одборот на ФЕД постои ентузијазам за построги ограничувања за комерцијалните записи, затоа што токму развојот на кредитирањето довело до високи стапки на загуба и поголемиот дел од банкарските неуспеси во последната депозитно-кредитна криза. Затоа банките ќе мораат да направат промени во нивните системи, за да можат да одговорат на предлозите кои во иднина постепено ќе се имплементираат.

Ако целокупниот текст погоре ни покажува дека глобалната регулација на најзначајните финансиски институции, банките, е проблем и предизвик – како за составување, така и за имплементирање, текстот подолу опфаќа еден друг домен на предизвик. Тој предизвик е прикривањето на сметки (случајот со швајцарските банки) и можноста за перење пари. Овие две точки се отворени пред регулацијата пред постоење на финансиски или економски кризи, за време на кризи, но очигледно и после кризни периоди. Факт е дека сивата економија постои паралелно со регуларните економски текови, но регулирано водење на финансиски текови „невидливи“ за останатите е работа кон која мора да се интервенира. Подолу е прикажан текст од *Уџрински весник* издаден на 18.9.2012 година под наслов „Симнувањето на тајната ќе ги олесни швајцарските банки“:

„Аналитичарите сметаат дека богаташите кои до сега парите ги штеделе во швајцарските банки, а не ги стекнале на легален начин или 'заборавиле' да платат данок, веќе нема да спијат мирно. Новата стратегија која стартуваше се смета дека ќе го урне концептот за Швајцарија на која се гледаше како на 'мека' за нечистите пари. Иако сè уште е нејасно како банките ќе проверуваат дали нивниот клиент затаил данок, аналитичарите прогнозираат дека европските клиенти од швајцарските банки ќе повлечат стотици милијарди франци, како резултат на спречувањето на странците да ги користат тајните сметки за да ги избегнат даноците, пишува 'Ројтерс'. Според одредени процени, швајцарските банки може да останат без 12 до 30 милијарди швајцарски франци. Сето ова се случува како резултат на реорганизирање на финансискиот центар, како и воведувањето данок на добивка. Германските експерти, пак, проценуваат дека до 2016 година од швајцарските банки ќе се повлечат 200

милијарди франци, од вкупно 789 милијарди евра имот ослободен од данок. Швајцарската банкарска тајна ѝ помогна на Швајцарија да стане офшор-финансиски центар, во кој доминираа двете финансиски институции УБС и 'Кредит свис'. Но, Швајцарија под силен притисок од Германија и Соединетите Американски Држави мораше да направи промени во насока на симнување на даночната тајна и воведување данок на добивка. Кризата, очигледно, ги натера земјите да бараат информации од Швајцарија за сметките на нивните граѓани, најчесто за оние кои се под сомнение. Тоа го направи и Грција. Но, грчките власти не можеа да и' одговорат на опозицијата какви чекори се преземени за да се добијат информации од германските власти за депозитите на грчките даночни обврзници во швајцарските банки. Дали и Македонците чуваат големи пари во швајцарските банки? Македонските банки не откриваат колку пари се одлеваат од нашата земја на офшор-сметки во земјите кои во светот важат како даночен рај. Информациите за скриените богатства на македонските бизнисмени се заштитени како банкарска тајна. Македонија е една од многуте држави во светот која овие податоци не ги обелоденува. Официјално, според одговорот на неколку домашни банки, информациите за 'вложувања' во офшор-сметки во согласност со банкарската регулатива и регулативата за работа со хартии од вредност, не е предвидено да бидат достапни за јавноста. Инаку, според правилата пропишани од Народна банка на Македонија, резиденти кои можат слободно да отвораат и да имаат сметки кај странски банки се дипломатските, конзуларните и други претставништва на Македонија кои се финансираат од буџетот. Додека кога станува збор за физички лица, сметки во странски банки можат да отворат само оние со постојано место на живеење во земјава, а кои привремено престојуваат во странство, или оние што стекнале право на лична пензија, пензија од починат брачен другар, социјална помош, детски додаток, школарина на дете поради починат родител и премија, штета од осигурување на живот. Останатите резиденти правни лица кои не се овластени банки, може да отвораат и да имаат сметки кај странски банки, само врз основа на одобрение издадено од Народна банка на Македонија. На пример компании кои имаат склучено договор за изведување инвестициски работи во странство, што ќе отворат претставништво во странство што е составен дел на трговското друштво, ако вршат услуги во меѓународниот транспорт на стоки и патници, за услуги во областа на научната дејност, за наплата на побарувања“.

Тогаш кога финансиите стануваат меѓународна работа, тогаш и регулативата мора да е унифицирана и еднаква за сите.

4. Насоки на финансиската регулација во иднина

Зошто има потреба од давање насоки на финансиската регулација во иднина?

Затоа што се случува низа настани кои покажаа дека нешто во финансискиот систем не функционира добро.

Дали тоа е само финансиската регулација?

Тешко е да се поентира само на еден аспект, но во голема мера одговорот би бил, да.

Што се случува кога регулацијата не работи добро?

Се случува ситуација која се реализира пред нашите очи, а таа ситуација претставува криза на хоризонтот. Банкарството во сенка, секјуритизацијата, дериватите, плус надополнета дерегулација на системот, хипотекарните и ризични позајмувања се само поле за добро развивање на кредитна експанзија, машинерија на хипотекарно работење, CDO развој, а сето тоа во едно води кон хаос и распукнување на економијата.

Денеска тоа што се случуваше пред некоја година добро е сумирано и прегледано во девет фази, кои многу јасно и прецизно се разгледани и разграничени.

Тие фази се¹⁵⁵:

- *Почетокот на 2007 година*: **Ширење на хипотекарните грижи;**
- *Лето 2007 година*: **Нарушување во финансирањата;**
- *Крајот на 2007 година – почетокот на 2008 година*: **Милијарди во хипотекарни загуби;**
- *Март 2008 година*: **Паѓање на Bear Stearns;**
- *Март – август 2008 година*: **Загриженост за систематичниот ризик;**
- *Септември 2008 година*: **Преземање на Fannie Mae и Freddie Mac;**
- *Септември 2008 година*: **Помош за извлекување на AIG;**
- **Криза и паника.**

¹⁵⁵The Financial Crisis Inquiry Commission Pursuant to Public Law 111-21, “The Financial Crisis Inquiry Report”, Official Government Edition, January 2011

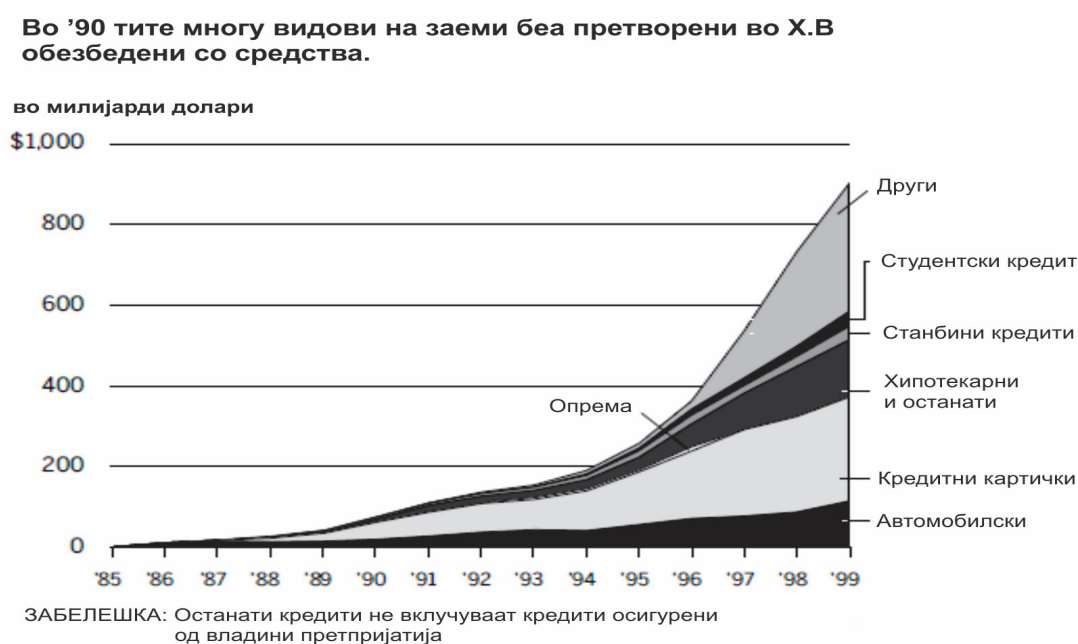
Ситуација на економија прикажана преку следниве графикони не покажува ништо друго, туку состојба за која мора да се интервенира. Типот со банкарското работење, инструментите кои се тргуваат на пазарот, пропорциите и односите, зајмувањата, нивото на цените, каматните стапки, веродостојноста на податоците од кредитните рејтинг агенции се подолу прикажани во временски тек и тенденции кои бележат невообичаени текови во периодот околу 2007 година. Зошто е ова така и зошто ова се дозволило да биде така е прашање на оваа тема, односно прашање на евидентна потреба од промена во системот, а која било промена ако треба да се спроведе подобро е да биде регулирана односно законски пропишана како облигаторна. Затоа е потребно согледувањето на новите текови на регулацијата.

Графикон 6.2. Традиционални и банкарски системи во сенка во период од 1980 до 2010 година



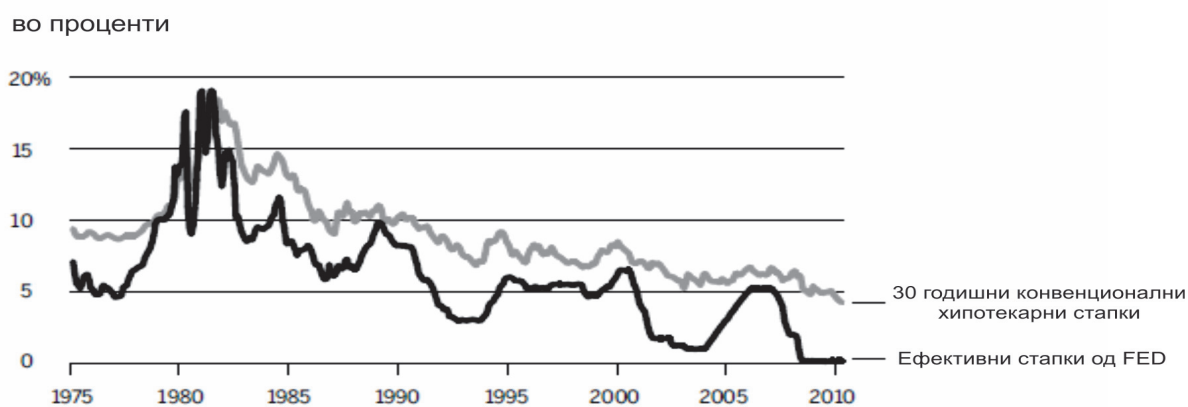
Извор: Federal Reserve Flow of Funds Report

Графикон 6.3. Покриени хартии од вредности со средства (1985-1999 година)



Извор: Securities Industry and Financial Markets Association

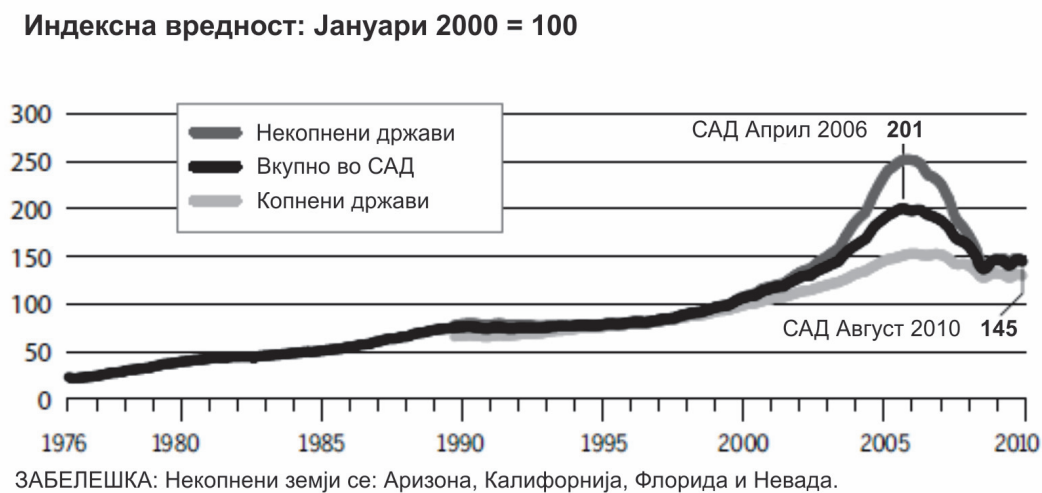
Графикон 6.4. Каматни стапки на банкарски позајмувања и хипотеки (1975-2010 година)



SOURCE: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Database

Извор: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Database

Графикон 6.5. Цена на домови во период од 1975 до 2010 година



Извор: CoreLogic and U.S. Census Bureau: 2007 American Community Survey, FCIC calculations

Графикон 6.6. Репо позајмувања во период од 1980 до 2010 година



Извор: Federal Reserve Flow of Funds Report

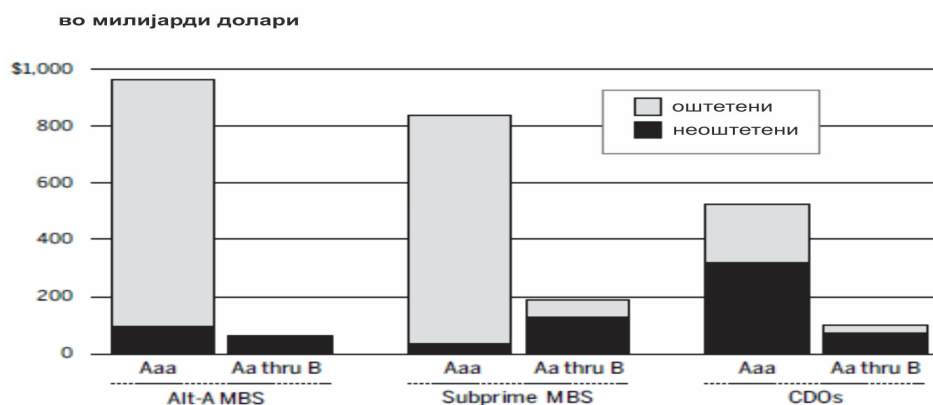
Графикон 6.7. Одбиени заеми од одредени банки (2006-2007 година)

Од Јануари 2006 до Јуни 2007, Clayton одбил 28% од прегледаните хипотеки. Од овие 39% се секако откажани..

	A Прифатени кредити настан (1 и 2)/вкупен износ на кредити	B Одбиени кредити настан (3)/вкупен износ на кредити	C Одбиени кредити побарани од финансиски институции	D Одбиени кредити после откажувања (B-C)	E Стапка на откажување на финансиски институции (C/B)
Финансиски институции					
Citigroup	58%	42%	13%	29%	31%
Credit Suisse	68	32	11	21	33
Deutsche	65	35	17	17	50
Goldman	77	23	7	16	29
JP Morgan	73	27	14	13	51
Lehman	74	26	10	16	37
Merrill	77	23	7	16	32
UBS	80	20	6	13	33
WaMu	73	27	8	19	29
Вкупен банкарски примерок	72%	28%	11%	17%	39%

Извор: Clayton Holdings

Графикон 6.8. Намалување на вредноста на инструментите во периодот од 2005 до 2007 година



Извор: Moody's Investors Service, "Special Comment : Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2009: Moody's SFDRS"

Многу економисти сметаат дека ФЕД требаше да делува на намалување на хипотекарниот недвижен „балон“, додека Бен Бернанке сметаше дека треба да го држи ФЕД понастрана од пазарот и пазарните случувања. Некои размислуваат дека банката во најмала мера барем требаше да го идентификува нерамнотежното дејствување и да ја адресира можноста на формирање лимити, за да не настане штета по економијата од евентуално распркување на „балонот“. Денес, многу економисти се на мисла дека треба да се води цврста, затегната рестрикција и дека се потребни некои нови регулации посебно за заемобарателите. Со ова бар малку ќе се ублажи штетата од веќе настанатиот дебакл.

Шемите кои постојат до денес (сублимирано) за регулирање на финансискиот пазар во САД се следниве¹⁵⁶:

Truth in Lending Act (TILA)

Home Ownership and Equity Protection Act (HOEPA)

Real Estate Settlement Practices Act (RESPA)

Equal Credit Opportunity Act (ECOA)

Fair Credit Reporting Act (FCRA)

Credit Rating Agency Reform Act of 2006 (CRARA)

Mortgage Forgiveness Debt Relief Act

Freeze in “Teaser Rates”

Federal Reserve Regulations

Troubeled Asset Relief Program (TARP)

Во 2008 година како резултат на случувањата на 24 јули е донесен Housing and Economic Recovery Act of 2008 (HERA) Акт за станбено и економски стабилизирање. Секогаш кога на пазарот се случува катастрофа таа е проследена со тужби, адвокати, правни дејствија и акции за повраток на средствата. Со дебаклот на хипотекарните заеми стартуваше масовен бран на правни дејствија. Цела низа активности се поднесени против голем број на играчи во хипотекарниот пазар. Фирми за ХВ кои пакуваат и продаваат хипотекарни подржани хартии од вредност се тужени, и банките кои ги подржале овие фирми, исто така се тужени. Кредитните рејтинг агенции се во

¹⁵⁶ David Schmudde, “Responding to the subprime mess: The new regulatory landscape”, Fordham University School of Law, New York, NY, Fordham Journal of Corporate and Financial Law, p. 751

овој круг, како и пензиските фондови кои купиле хипотекарни хартии од вредност, и тие се тужени од страна на нивните членови. Државата оди и по стапките на некои инвестициони банки за нивното работење и продажба на инвестиции.

Најфлагрантните играчи - хипотекарните банките кои направија лоши заеми - биле предмет на најголем број на правни дејства, и од страна на индивидуални странки и од страна на владините агенции.

Јавниот обвинител на Њујорк започнал истрага на информациите обезбедени од страна на инвестициски банки за да се утврди квалитетот на кредитите понудени во пакети од хартии од вредност. Милиони долари од хипотеките биле комплет за продажба на инвеститорите. Многу од кредити во снопови не ги исполнувале минималните стандарди за кредитирање што се барани во законските рамки.

Токму затоа следната насока на регулацијата треба да е насочена кон¹⁵⁷:

- консултирање на и/или со корисниците;
- транспарентност;
- национална регистрација и оценување на хипотекарните хартии;
- одговорност.

А банкарското работење треба да е водено од прописи кои дозволуваат:

- зголемен квалитет на капиталот;
- зголемен квантитет на капиталот;
- намалување на ливериџот преку соодветно мерење на истиот;
- зголемување на краткорочната ликвидна покриеност;
- зголемување и стабилност на долгорочните средства во билансите;
- зајакнување на механизмите за препознавање на ризици, посебно на ризиците од другата страна на договорот.

¹⁵⁷ Исто, стр. 767

Иднината на регулацијата посебно во делот на Базел III горе наведените прописи ги објаснува во конкретни чекори (кои и погоре беа споменати), а се однесуваат на целите на Базел III кои треба да се реализираат во иднина.

Базел III како еден од идните регулаторни врамувања во никој случај не е комплетно покривање на проблемот. Има уште предлози и предмети и детали кои не се завршени, а и не можат да бидат уште некое време. Ова вклучува:

- идентификација, дефинирање и третирање на „систематички значајните“ фирми и компании;
- задолжен капитал за справување со корекција на кредитното вреднување;
- изгласување на рамка за идно обезбедување со кое ќе се ограничи кредитниот раст, преку нивото на цените за идниот ризик;
- подобност на инструментите на незаедничкиот капитал Тиер 1 и Тиер 2;
- ревизија на коефициентот на нето стабилно финансирање (Net Stable Funding Ratio - NSFR) за долгорочна ликвидност преку следење на критицизам за неговото дизајнирање и финансиско влијание на институционалното финансирање.

Следствено на ова треба да се разгледаат следниве акции:

Табела 6.2. Акции на дејствување на Базел III чекорите

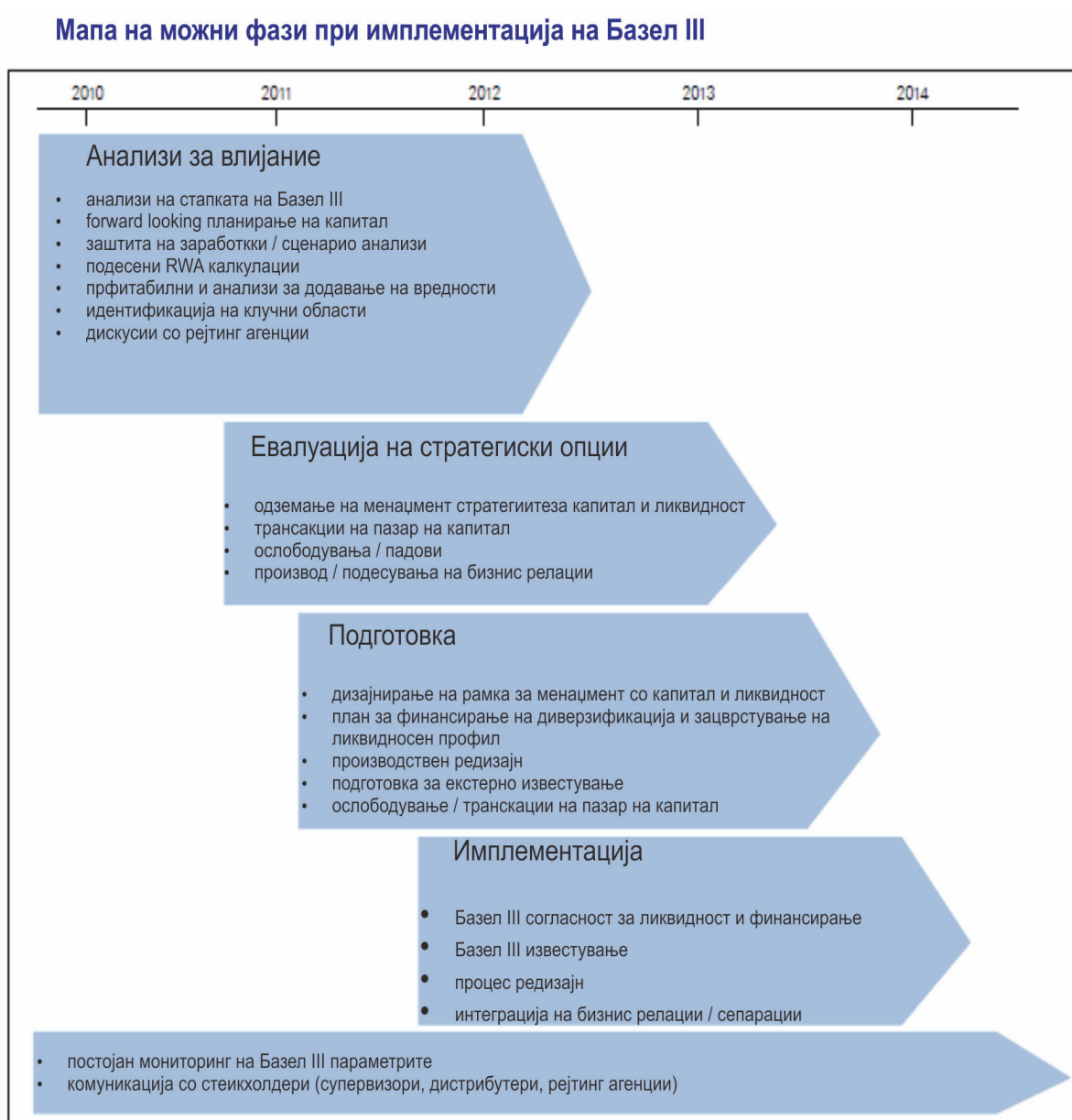
<p>Дејства за разгледување во однос на капиталниот менаџмент</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Да се изработат соодветно сценариско планирање и импакт на проценки за да се обезбеди развој на успешна капитална стратегија • Да се идентификува кои бизниси имаат најатвративни основи под рамките на Базел III и чии бизниси во протфолиото на фирмата треба да се сметаат за постоечки, растечки или интересни • Да се обезбеди менаџерите да имаат соодветен поттик за да ја оптимизираат употребата на капитал • Да се применат постојани, квантифицирани објективи преку групата • Да се идентификуваат промените потребни за да се
--	--

	<p>прецизира/намали капиталната потрошувачка</p> <ul style="list-style-type: none"> • Да се обезбеди фирмата да биде опремена за да ги изврши мерките и управувањето на капитална позиција и потреби на доволно времени основи • Да се разгледа како да се адресираат ценовните импликатори кои произлегуваат од промени во капиталните потреби за одредени производи • Да се разгледа дали истите бизнис модели можат да продолжат под различна струцтура, минимизирање капитални пеналии (на пример, branch versus subsidiary) • Подготвеност за да може да се исполнат временски степени на забрзани имплементации, ако е потребно
<p>Дејства за разгледување во однос на менаџмент на ликвидност</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Да се обезбеди разбирање на тековна позиција на ликвидност во доволно детали а поседување знаење за тоа од каде се нагласените точки • Да се обезбеди менаџментот да има соодветен поттик за да оптимизира користење на капитал • Да се разгледа импактот на нови ликвидно правила за профитабилност и дали станале клучни бизнис процеси и цени • Да се провери дека планирањето на ликвидност, управувањето и моделирањето се во линија со водечка индустриска пракса • Да се одредат соодветни серии на нагласетни тестови за ликвидност и како истите ќе се сменат во иднина • Да се добие свесност за веројатната временска рамка за имплементација за различни елементи на глобалните и националните рамки кои се предложуваат • Да се процени стратегијата за ликвидност на фирмата во светло на постоечката легална и регулаторна структура на организацијата и да се идентификува дали системите, податоците и управното известување се соодветни да ги исполнат барањата
<p>Дејства за разгледување во однос на</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Да се осигура правилно полнење на бизнисите за капиталните трошоци на бизнисот што тие го водат • Да се осигура земање предвид на Басел III капиталните

<p>генерално капитално планирање</p>	<p>импликации за нов бизнис и да се разгледа како постоечките долгорочни бизниси можат да се преиспитаат</p> <ul style="list-style-type: none"> • Да се испита како нејадрени бизниси, осигурителни филијали и други финансиски институции можат да се продадат или реструктурираат • Да се разгледа воведувањето на надворешен капитал во модели на специјална структура за да ублажат капиталните импакти кои се во подем • Да се стави фокусот на импликациите од Базел II, како и од Базел III, земајќи предвид дека Базел III го зголемува секој пораст во RWAs кои доаѓаат од Базел II • Да се испита перформансот на постоечки методологии за проценување (на пример IRB модели) • Преглед на постоечки квалитет на податоци – Дали придобивките од колатералните информации или подобро повторно рангирање на должници поради несоодветно пропуштање процеси?
--	--

Чекорите кои ја чекаат регулацијата во следниве години (посветени на банкарското работење се):

Слика 6.2.



И сето ова да е придружувано од:

Табела 6.3.

Работи на проектни тимови и вештини за остварување на целиите на Базел III

Клучен проект тим	Клучни вештини за програмски директор
<ul style="list-style-type: none">• СОО• Претставник за финансиска функција, вклучувајќи CFO• Групен ризик, вклучувајќи CRO• Регулаторен ризик/согласност• Регулаторно известување• Правна група• Капитален менаџмент• ИТ• Министерство за финансии• Бизнис функции кои се зацртани во јадрото	<ul style="list-style-type: none">• Добро разбирање од операциите на банката• Силни врски во ризик, финансии и ублажување ризик во области како што се дизајн на производ, маркетинг, капитално планирање и одржување• Способност да се координираат елементи на многукратни мини проекти, отколку потребата да се дизајнира и имплементира нови јадрени ИТ системи• Разбирање на странска регулаторна рамка• Силни спонзорства од ценовно ниво, придружба за да се водат потребните промени

Извор: KPMG, “Basel III: Issues and implications”, KPMG LLP, 2011

Во конкретен случај регулацијата мора да има конкретен одговор. Таа треба да контролира и координира работење, но истовремено и да не предизвикува теснец и граница. Регулацијата не треба да го попречува напредокот и иновациите, но не смее да не остане транспарентна и неажурна.

7 дел

СОСТОЈБИ И ТРЕНДОВИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

7 ДЕЛ – СОСТОЈБИ И ТРЕНДОВИ ВО РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА

1. Финансиската структура во Република Македонија

Светот познава најразлични финансиски институции. Од такви кои се специјализирани за одредена активност, до такви кои добиваат конгломератски форми. Македонскиот пазар е окарактеризиран како неразвиен. Таков е поради тоа што познатите (за финансискиот свет) банки, централни банки, инвестициони банки, инвестициони фондови, заеднички фондови, пензиски фондови, берзи, клириншки куќи, брокерски друштва, осигурителни компании, финансиски компании, финансиски супермаркети итн. во Македонија се застапени само во основна форма и тоа не сите. Во Македонија се среќаваат комерцијални банки, штедилници, менувачници, берза, клириншка куќа, брокерски куќи, осигурителни и пензиски фондови, но далеку од тоа дека станува збор за лепеза и спектар на институции кои имаат структурни карактеристики различни една од друга. Станува збор за институции кои вообичаено се конкуренти една на друга следејќи ги меѓусебните чекори.

Самиот факт дека македонскиот финансиски пазар не е окарактеризиран како развиен, упатува на заклучокот дека и регулацијата на истиот би требало да биде на некое ниско ниво. Сепак Македонија располага со број на институции кои го покриваат овој сектор. Такви институции се: Народна банка на Република Македонија, Министерство за финансии, Комисија за хартии од вредност, Фонд за осигурување на депозити, Агенција за супервизија на пензиски фондови. Сите овие институции работат според законски рамки. Дел од законите кои го покриваат работењето на овие институции се: Закон за Народната банка на Република Македонија, Закон за финансиско работење, Закон за инвестициски фондови, Закон за јавна внатрешна финансиска контрола, Закон за финансиска полиција, Закон за финансиско обезбедување, Закон за ревизија, Закон за спречување на перење на пари и сл.

Со ваквата регулација се покрива финансискиот сектор. „Македонија не располага со толкав број на регулативни институции, колку што вообичаено постојат

во развиените земји. Но, со оглед на малиот обем на економијата и ниското ниво на доход по глава жител, таа има сосема доволна мрежа на такви институции“¹⁵⁸.

Функционирањето на регулативните институции во Македонија може да се сублимира. Народната банка на Република Македонија и Фондот за осигурување на депозитите ги контролираат сите депозитни институции. Берзанското работење е регулирано од Комисијата за хартии од вредност. Пензиските фондови се регулирани од Агенцијата за супервизија на пензиските фондови, а останатите фондови (осигурителни и брокерски осигурителни куќи) ги регулира Министерството за финансии.

Народна банка на Република Македонија согласно со Законот за Народната банка на Република Македонија врши утврдување и спроведување на монетарната политика, утврдување и спроведување на политиката на девизен курс на денарот, управување и ракување со девизните резерви, уредување на платниот систем, како и регулирање на ликвидноста во плаќањата спрема странство, издавање дозволи за работа на комерцијални банки, штедилници и менувачници, како и истовремена супервизија на истите, надзор на субјектите кои вршат брз трансфер на пари, издава книжни и ковани пари и работи за сметка на органите на државната власт и органите на државната управа.

Во организационата поставеност на НБРМ под гувернерот покрај неговиот Кабинет и Дирекцијата за внатрешна ревизија (ВР) се наоѓаат Сектор за супервизија, банкарска регулатива и финансиска стабилност; Сектор за истражувања и статистика; Сектор за операции на финансиските пазари и платни системи; Сектор за трезорско работење и информациона технологија и Сектор за централни услуги. Првиот од споменатите сектори, секторот за супервизија, банкарска регулатива и финансиска стабилност, работи поопширно на полето на финансиската регулација преку следниве дирекции: Дирекција за финансиска стабилност, банкарска регулатива (ФБ), Дирекција за вонтеренска супервизија и лиценцирање (ВСЛ) – со отсек за вонтеренска супервизија, отсек за лиценцирање и Дирекција за теренска супервизија (ТС).

Фондоџ за осигурување на дејоѕииџи е основан во 1997 година согласно со тогашниот Закон за банки и штедилници, како акционерско друштво. Од март 2001 овој Фонд е државна институција и е правен следбеник на Фондот за осигурување на

¹⁵⁸ Михаил Петковски „Финансиски пазари и институции“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски факултет, Скопје, 2004 година, стр. 70

штедни влогови ад Скопје. Последна законска измена во работењето на фондот е извршена 2010 година. Фондот врши осигурување на депозити во банки и штедилници на физички лица. Членки на фондот се 16 македонски комерцијални банки и 8 македонски штедилници.

Фондот ги осигурува денарските и девизните депозити и тековните сметки на физички лица во банките и штедилниците во Република Македонија, депозитите врзани за паричните картички издадени од банки основани во Република Македонија, девизните приливи на физичките лица во банките во Република Македонија, додека депозитите од типот наведен погоре кои се дадени по повластени каматни стапки или под некои други околности како и на сопственици на над 5% од банката не се осигурени.

Обесштетувањето, исто така, е законски регулирано и ги следи следниве измени низ времето:

Табела 7.1. Висина на обесштетување на депозити според Фондој за осигурување на депозити (до 05.2012)

Законски измени за висината на обесштетувањето

Реден број	Правна основа	Износ на обесштетувањето	Почетен датум на важење
1	Закон за банките и штедилниците „Службен весник на РМ“ бр. 29/96 и 37/98	75% од вкупните штедни влогови на еден штедач, но најмногу до денарска противвредност на 10.000 ДЕМ - исплата во денари	06.08.1998 год.
2	Закон за Фондот за осигурувања на депозити "Службен весник на РМ" бр. 63/2000	1) 100% за депозити до 1.500 евра, 2) 90% за депозити од 1.500 - 7.500 евра - исплата во денари	06.08.2000 год.
3	Закон за изменување на Законот за Фондот за осигурување на депозити „Службен весник на РМ“ бр. 29/2002	1) 100% за депозити до 3.000 евра. 2) 90% за депозити од 3.000 - 10.000 евра, но најмногу до 10.000 евра - исплата во денари	14.05.2002 год.
4	Закон за изменување на Законот за Фондот за осигурување на депозити „Службен весник на РМ“ бр. 43/2002	1) 100% за депозити до 10.000 евра. 2) 90% за депозити од 10.000 - 20.000 евра, но најмногу до 20.000 евра - исплата во денари	03.07.2002 год.

Извор: Фонд за осигурување на депозити Скопје, Република Македонија

Исплатата на осигурените депозити се врши во денари. Од формирањето на овој Фонд до денес се извршени неколку исплати:

Табела 7.2. Обесштетувања и исплатувања реализирани од Фондот за осигурување на депозити (до 05.2012 година)

Заклучно со 31.5.2012 година од вкупно 121.887 штедачи на сите 10 членки на Фондот каде што е настанат ризичен настан, обесштетени се 20.825 штедачи во вредност од вкупно 1,4 милијарди денари. Од вкупниот број обесштетени се 17,08% штедачи, но од вкупната вредносно пресметана обврска за обесштетување во денари реализирани се 93,74%. Разликата до полниот вредносен износ на обесштетување се однесува главно на штедачи со мали салда (во распон од 100 до 1.000 денари), како и на мала група штедачи на Македонска банка во ликвидација со поголеми износи, кои во периодот од започнување на обесштетувањето до денес не се изјаснија за начинот на располагање со средствата на име обесштетување кои ги побаруваат од Фондот. Поединечно по членки состојбата е следна:

Назив на банка/штедилница	Исплатено обесштетување (во илј. ден.)	Број на исплатени штедачи
1	2	3
Алмако банка АД Скопје Отворен е стечај во 1999 година	381,2	10
Експорт-Импорт АД банка Скопје Отворен е стечај во 2003 година	91.338,6	576
Радо банк АД Скопје Отворен е стечај во 2005 година	72.412,4	783
Македонска банка АД Скопје Отворена е ликвидациона постапка 2007 г.	1.220.344,2	19.121
Штедилница "Уни проком" - Скопје Отворен е стечај во 1998 година	4.919,5	79
Мит штедилница ДОО Куманово Отворена е ликвидациона постапка 2003 г.	6.767,6	33
Штедилница "Киро Кучук" - Велес Отворена ликвидациона постапка 2006 г.	3.239,5	186
Штедилница "ИНКО" - Скопје Отворена ликвидациона постапка 2009 г.	11.557,4	37
Штедилница "ФЕРШПЕД" - Скопје Отворена ликвидациона постапка 2010 г.	0,0	0
АМ штедилница - Скопје Отворена ликвидациона постапка 2010 г.	0,0	0
Вкупно:	1.410.960,4	20.825

Извор: Фонд за осигурување на депозити Скопје, Република Македонија

Комисијата за хартии од вредност, основана во 1992 година функционира како самостојна и независна организација со својство на правно лице. Основана е со одлука на Владата. Нејзината работа се реализира со исполнување на Законот за хартии од вредност, Законот за инвестициски фондови, Закон за преземање на акционерски друштва и Законот за девизно работење.

Работата на Комисијата за хартии од вредност е насочена кон контрола над целокупната документација на издавачите на хартии од вредност и преземање мерки како и носење одлуки за заштита на интересите на лицата кои се сопственици или

инвестираат во хартии од вредност. Комисијата спречува нечесни и незаконски дејствија, поврзани со работењето со хартии од вредност. Издава дозволи, одобрености и согласности врз основа на Законот за хартии од вредност и другите закони во нејзина надлежност. Го регулира начинот на тргување на берзите, го следи и контролира работењето на учесниците на пазарот на хартии од вредност. Одредува стандарди на конкуренција меѓу учесниците на пазарот на хартии од вредност, како и овластените друштва за управување со фондови, односно инвестициски фондови, по пат на контроли. Дава согласност за именување на директори на брокерски куќи, на одделот во банката кој е надлежен за вршење на услуги со хартии од вредност, како и на друштвата за управување со инвестициски фондови. Исто така, комисијата одобрува барања, се грижи за законит, чесен и транспарентен пазар, го одобрува донесувањето на сите измени на актите на депозитарот и на берзата и соработува со останати институции во и надвор од Македонија. Во Македонија постојат 13 брокерски овластени куќи, 6 овластени банки, 2 депозитарни банки, 4 друштва за управување со инвестициските фондови, 9 отворени инвестициски фондови, 15 приватни фондови кои се под надлежност на комисијата за хартии од вредност.

Министерство за финансии работи под, за и во координација со Владата на Република Македонија. Ова Министерство со својата работа е пропишано да земе учество во работата, координацијата и контролата на системот на финансирање, трезорскиот, царинскиот, даночниот, девизниот, банкарскиот сметководствениот систем. Не се изоставени ни заемите и кредитите, осигурувањето на имот и лица, игрите на среќа, стоките резерви. Макроекономската политика, проекцијата на платниот биланс, следењето на макроекономските биланси, изготвувањето и извршувањето на Буџетот на Република Македонија се активности кои ги покрива оваа владина институција. Покрај горенаведените активности Министерството опфаќа и надзор од негова надлежност. Под надлежност на Министерството за финансии влегуваат покрај јавните средства и осигурителните друштва и брокерските осигурителни куќи.

Покрај мноштвото сектори и одделенија на Министерството за финансии постојат органи во состав на Министерството без и со својство на правни лица. Меѓу органите со својство на правни лица се наоѓа и Управата на финансиска полиција. Од останатите сектори на Министерството, сектори кои можат да се поврзат со финансиската регулација се Секторот за финансиска контрола, Секторот за финансиски систем и Секторот за сметководствено-финансиски работи. Секторот за

финансиска контрола се базира на концепт развиен од Европската комисија со цел да обезбеди структуриран и оперативен модел кој ќе помогне на националната влада во редицајнирање на нивната внатрешна контролна средина и особено да се унапреди нивниот контролен систем во јавниот сектор во согласност со меѓународните стандарди и најдобрите практики од ЕУ. Овој сектор се конкретизира на разумното користење на јавните средства. Оваа дејност секторот ја реализира преку одделение за хармонизација на внатрешната ревизија, одделение за хармонизација на финансискиот менаџмент и контрола и одделение за централна внатрешна ревизија. Во Македонија примена ваквиот концепт има од 2000 година, а законски е поткрепен од 2004 година.

Управата за финансиска полиција е формирана во 2003 година како правно лице кое функционира во составот на Министерството за финансии, согласно со Законот за финансиска полиција. Оваа управа спроведува финансиска контрола и следење на примената на даночните и царинските прописи, открива кривични дела поврзани со организиран финансиски криминал и сл. Нејзината работа става акцент на казненото законодавство посебно во делот на превенција и репресија на финансискиот организиран криминал и корупција. Нивната работа опфаќа и испитување на законското и наменско користење на средствата во финансиските трансакции кои претставуваат државни расходи, како и давање на оцена за користењето на средствата од аспект на постигнатата економичност, ефикасност и ефективност.

Државен завод за ревизија работи според Законот за државна ревизија во 1997 година. Државниот завод е ревизорска институција (последна законска измена има во мај 2010 година). Стратешките цели на оваа институција се насочени кон обезбедување функционална организациска и финансиска независност на државната ревизија како уставна категорија, обезбедување оптимални човечки и организациски ресурси за комплетно извршување на ревизијата, подобрување на квалитетот на извршените ревизии и следење на ефектите од извршените ревизии, развој на информационата технологија и нејзино користење во ревизиите и подобрување на системот на комуникација на информации со домашни и меѓународни правни субјекти.¹⁵⁹ Македонскиот државен завод за ревизија работи според принципите на Декларацијата од Лима и Мексико.

Државниот завод за ревизија работи согласно со меѓународните ревизорски стандарди, усвоени за примена во Република Македонија. ДЗР врши: ревизија на

¹⁵⁹ Државен завод за ревизија, „Годишна програма за работа на државен завод за ревизија за 2013 година“, Скопје, декември 2012, стр. 5-7

финансиските извештаи со цел изразување професионално мислење дали финансиските извештаи вистинито и објективно ја искажуваат финансиската положба и резултатот од финансиските активности во согласност со прифатените сметководствени стандарди.¹⁶⁰

Државниот завод за ревизија работата ја спроведува преку сектори и одделенија кои одговараат пред главниот државен ревизор. Работата е специјализирана на шест сектори.

Агенција за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување се грижи за правата и интересите на своите членови. Агенцијата е основана во 2002 година, таа има својство на правно лице кое за својата работа одговара пред Владата на Република Македонија. Основана е заради супервизија на работењето на друштвата за управување со пензиските фондови и на пензиските фондови, заради заштита на осигурениците. Агенцијата својата дејност ја реализира преку работата на Сектор за контрола, Сектор за истражување, Правен сектор и Сектор за административни прашања и ИТ. Под секторот за контрола влегуваат одделение за финансиска контрола, одделение за институционална контрола и одделение за контрола на пензии. Под секторот за истражување се одделението за макроекономски истражувања и одделението за анализа на пензискиот систем. Под правниот сектор се одделението за нормативни прашања и одделение за застапување на Агенцијата, а под одделението за административни прашања и одделението за ИТ одговараат пред Секторот за административни прашања. Над сите сектори стои заменик директор, директор и управен одбор.

Работењето на Агенцијата согласно со Законот за задолжително капитално финансирано пензиско осигурување се финансира од надоместоци кои Агенцијата ги наплатува од друштвата за управување со пензиски фондови. Во Македонија, пензиското и инвалидско осигурување, покрај со генерациската солидарност во рамките на пензиското и инвалидско осигурување се реализира и преку воведувањето на т.н. втор столб кој значи воведување на приватни пензиски фондови. Од вкупните 21,2% кои се уплаќаат како придонес 7,42% се уплаќаат во приватните фондови, а останатите 13,78% во Фондот за пензиско осигурување. Од 2007 година, МАПАС (Агенција за супервизија на капитално финансирано пензиско осигурување) вршењето на супервизијата на друштвата за управување со пензиски фондови и пензиските

¹⁶⁰ Исто, стр. 7

фондови го базира на принципи за супервизија на Меѓународната организација на пензиски супервизори (IOPS), а последната законска измена кај оваа институција е забележана 2013 година. МАПАС е полноправна членка на ИОПС. Според овие принципи националните закони треба да им доделат јасни и експлицитни цели на супервизорските тела, овие тела треба да имаат оперативна независност, соодветни ресурси и овластувања да ги исполнуваат своите функции со цел да се намалат најголемите потенцијални ризици за пензискиот систем. Супервизорските тела треба да се конзистентни, доверливи, транспарентни и одговорни, да се консултираат со ентитетите кои ги супервизираат и да соработуваат со други супервизорски тела.¹⁶¹ Од 1.6.2010 година во Регистарот на задолжителни и доброволни пензиски фондови се запишани уште два нови, доброволни пензиски фонда кои во Македонија за првпат почнуваат со работа, а се под контрола на МАПАС.

2. Окружувањето на финансискиот сектор во Република Македонија

„Банкарскиот сектор и македонската економија, како мала и отворена економија, се неизбежно чувствителни на случувањата во окружувањето. Во 2011 година во услови на турбулентно надворешно опкружување и висок степен на неизвесност во врска со натамошниот развој на должничката криза во еврозоната, банките во Република Македонија се покажаа како исклучително прудентни и успеаја да ја одржат својата сигурност и стабилност“.¹⁶²

Овој пасос е почеток на нова тематска поединица која има за цел да покаже какво е опкружувањето на македонскиот финансиски пазар, кој потенцирам се реализира најмногу преку банките и како друга платформа на анализа е земена берзата.

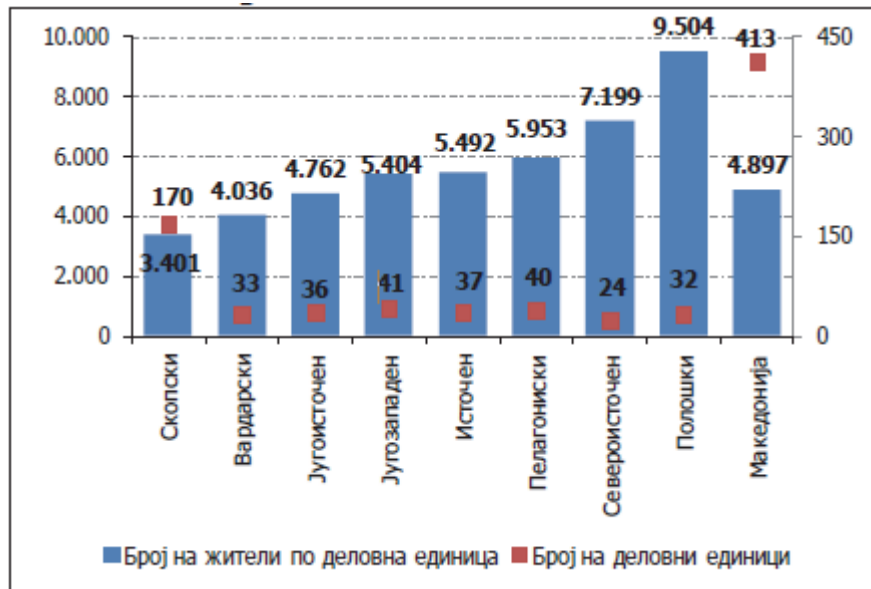
Македонската земја, територијално е во глобала рамномерно опслужена од банкарскиот сектор, како што е прикажано на графиконот подолу. Македонскиот банкарски систем има стабилна и висока солвентност и капитализираност, а нивото на ризици на банкарскиот сектор се задржал во контролирани рамки. Извесно зголемување со појавува кај кредитниот ризик, а сето тоа резултира со намалување на

¹⁶¹ Агенција за супервизија на пензиски фондови, „Принципи на ИОПС за супервизија на приватни пензиски фондови“, Скопје, 2007, стр. 3-7

¹⁶² Извештај за банкарскиот систем на Република Македонија во 2011 година, Народна банка на Република Македонија – Сектор за супервизија, банкарска регулатива и финансиска стабилност – Дирекција за финансиска стабилност, и банкарска регулатива, мај 2012, стр.8

профитабилноста на банките во 2011 година.

Графикон. 7.1. Банкарска мрежа по одделни региони во Република Македонија (2011 година)

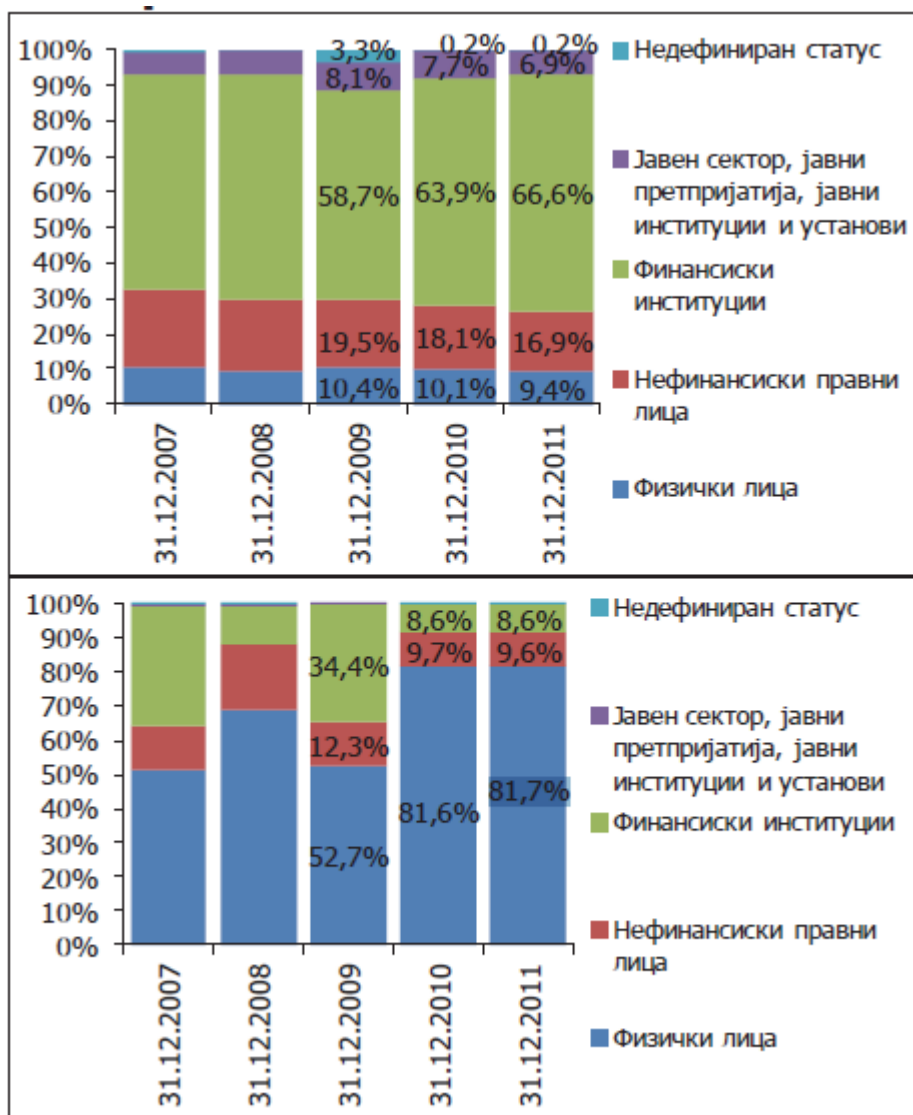


Забелешка: во пресметката се вклучени и шалтерите на банките, освен шалтерите на ЈП „Македонска пошта“.

Извор: НБРМ, врз основа на податоците доставени од страна на банките, Државен завод за статистика на Република Македонија според официјалните податоци од пописот спроведен 2002.

Од аспект на сопственоста кај македонските банки е забележано присуството на финансиските институции и доминација и зголемување на странските вложувања.

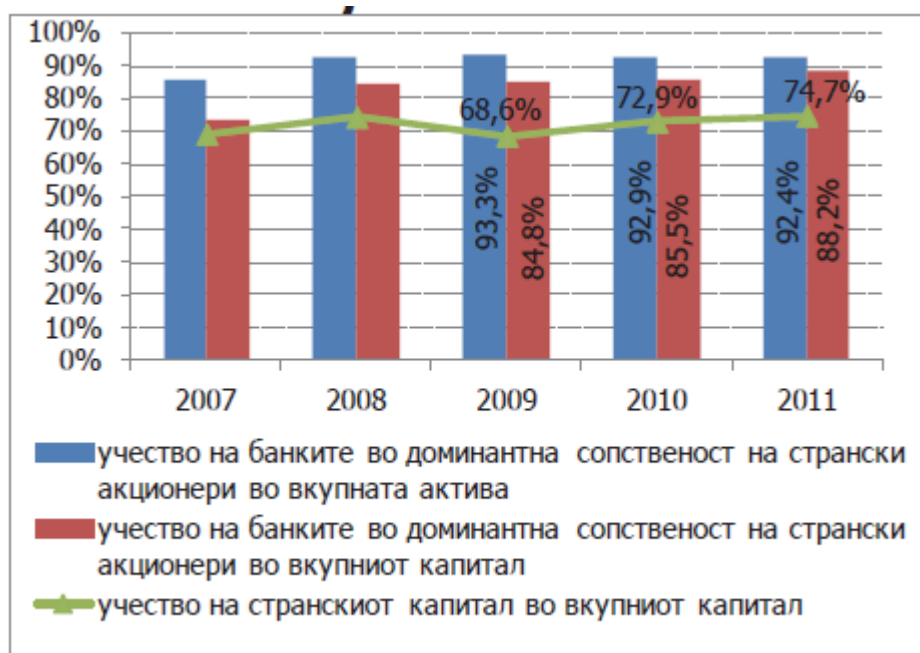
Графикон 7.2. *Сопственичка структура на обичните (горе) и приоритетните (долу) акции ја банкарскиот систем (период 2007-2011 година)*



Извор: НБРМ

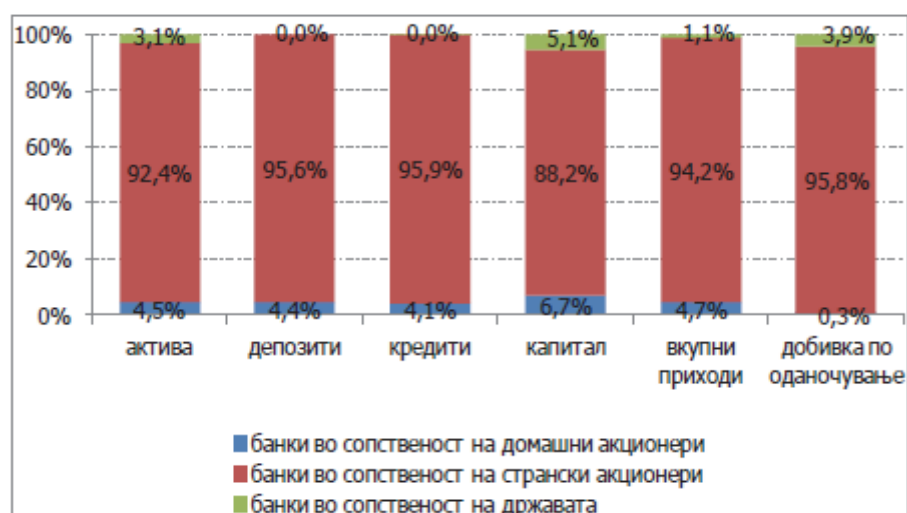
Забелешка: Со поимот „недефиниран статус“ се опфатени акциите во сопственост на субјекти коишто не можат да се идентификуваат, коишто се во стечајна постапка, во постапка на ликвидација или стечајната/ликвидациската постапка е затворена.

Графикон 7.3. Пазарно учество на банките во доминантна странска сопственост и учество на странскиот капитал во вкупниот капитал (период 2007-2011 година)



Извор: НБРМ

Графикон 7.4. Структура на поважните позиции од билансите на банките според доминантната сопственост на банките (2011 година)

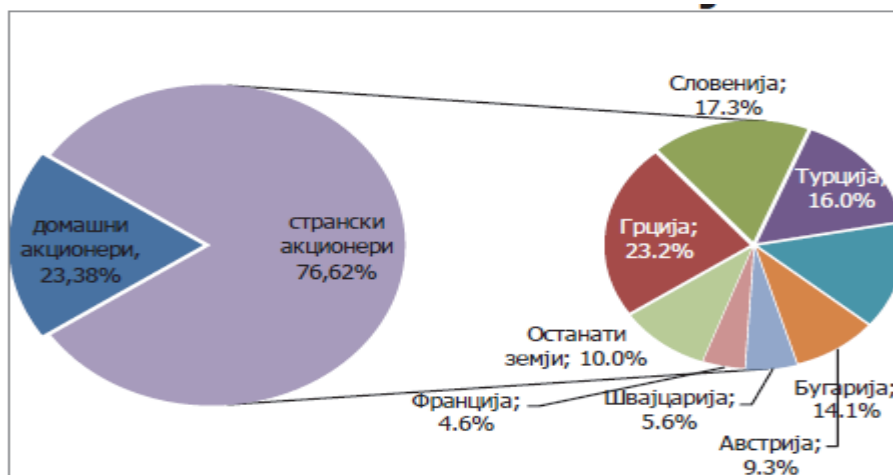


Извор: НБРМ

До 31.12.2011 година, тринаесет банки од вкупно седумнаесет банки се во

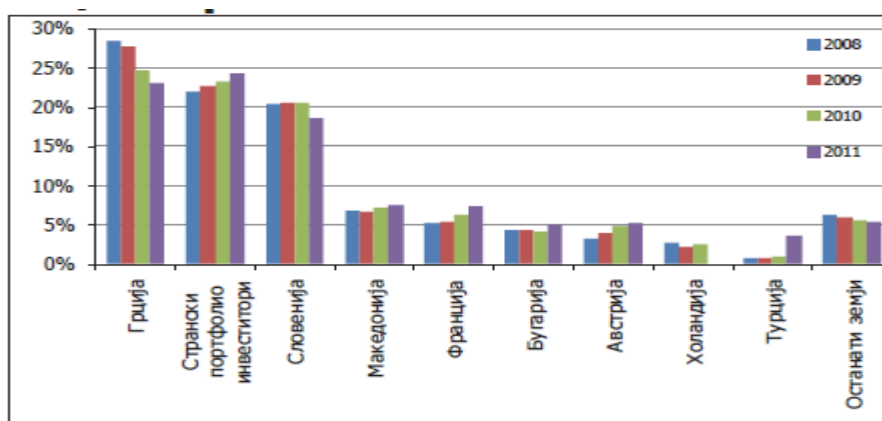
доминантна сопственост на странски акционери. Во однос на 2010 година бројот на банки во доминантна странска сопственост е намален за еден поради присоединувањето на „Статер банка“ АД Куманово кон „Центална кооперативна банка“ АД Скопје.

Графикон 7.5. Структура на капиталот на банките по земји (2011 година)



Извор: НБРМ

Графикон 7.6. Пазарно учество (актива) на банките според земјата на инвесторот на доминантниот акционер (период 2008 – 2011 година)



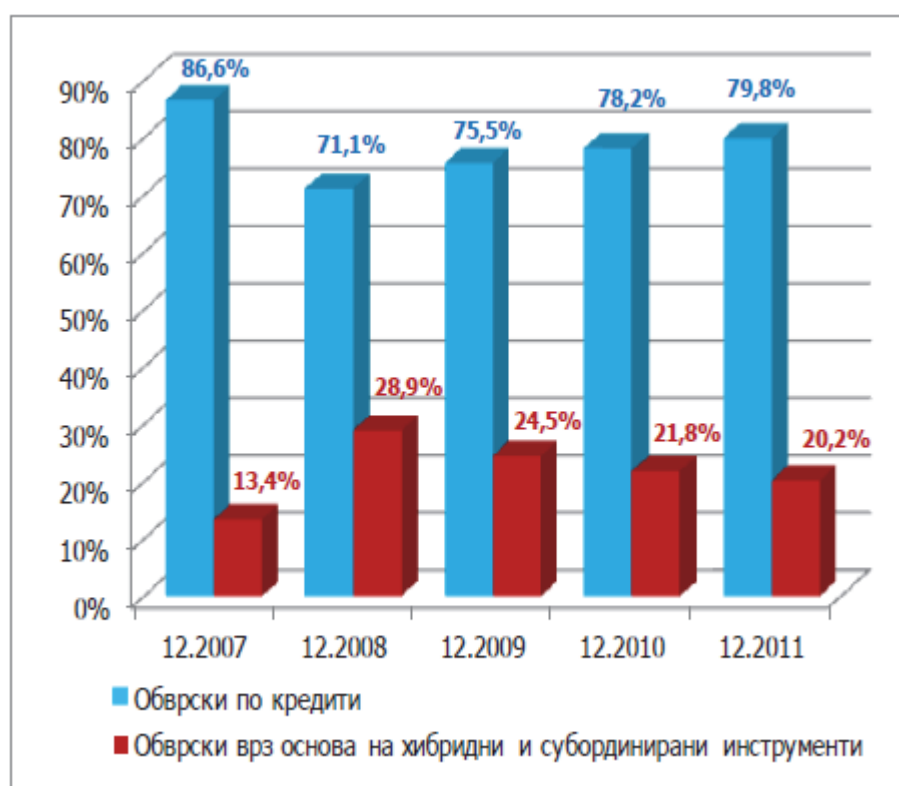
Извор: НБРМ

„Од аспект на структурата на инструменти со кои банките работат може да се каже дека вложувањата на банките во благajнички записи целосно (143,1%) го определеле годишниот раст на вкупните вложувања во хартии од вредност. Во 2011

година, пласманите во овие нискоризични инструменти пораснаа за 6.285 милиони денари во однос на претходната година. Вложувањата на банките во државни записи забележаа годишно намалување од 387 милиони денари. Благајничките записи се најзастапени во структурата на вкупното портфолио на хартиите од вредност.

Годишното зголемување на депозитите на нефинансиските субјекти услови најголем дел (80,7%) од растот на активностите на банките, а значителен дел од растот на вкупната пасива во 2011 година се должи на зголемено користење заеми од страна на банките.¹⁶³

Графикон 7.7. Структура на вкупните заеми на банките (период 2007-2011 година)



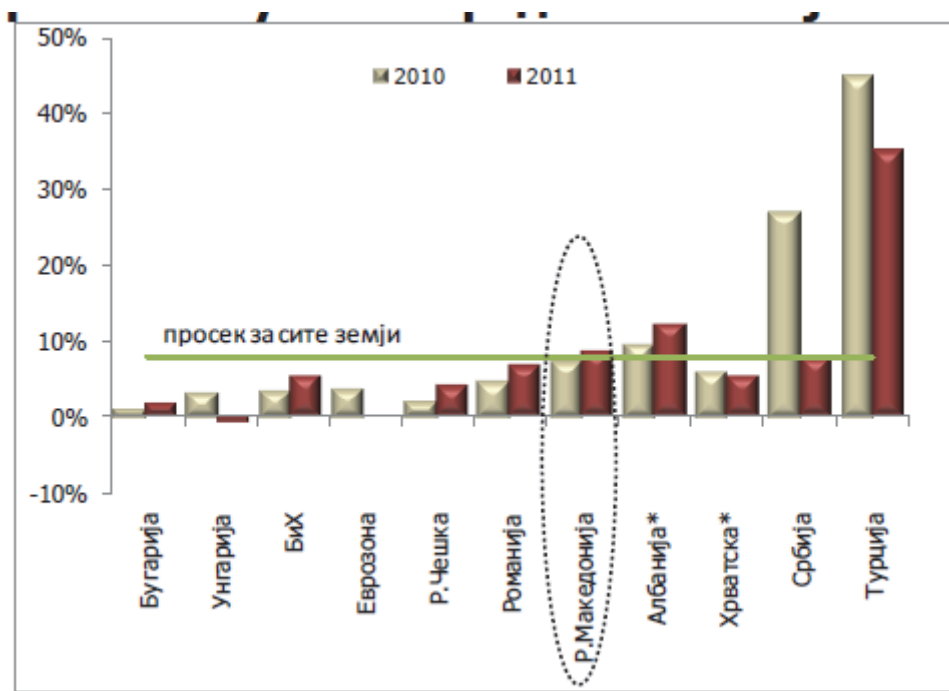
Извор: НБРМ

Кога веќе станува збор за кредитна задолженост, годишната стапка на раст на кредитите во Република Македонија во 2011 година е над просекот во регионот. Од аспект на кредитните барања, тие се најизразени за потрошувачки кредити, а на второ место се кредитните картички, со тоа што тенденцијата односно трендот на

¹⁶³ Извештај за банкарскиот систем на Република Македонија во 2011 година, Народна банка на Република Македонија – Сектор за супервизија, банкарска регулатива и финансиска стабилност – Дирекција за финансиска стабилност, и банкарска регулатива, мај 2012, стр.23-26

намалување на просечните каматни стапки продолжува и оваа година. Најзастапени во структурата на вкупните кредити со учество од 61,4% се кредитите на претпријатијата, иако кредитен раст е забележан кај домаќинствата (растот е поголем во споредба со претходните години, а растот на кредитите на претпријатијата е со иста динамика). Кредитите се одобруваат како денарски, потоа со девизна клаузула и девизни.

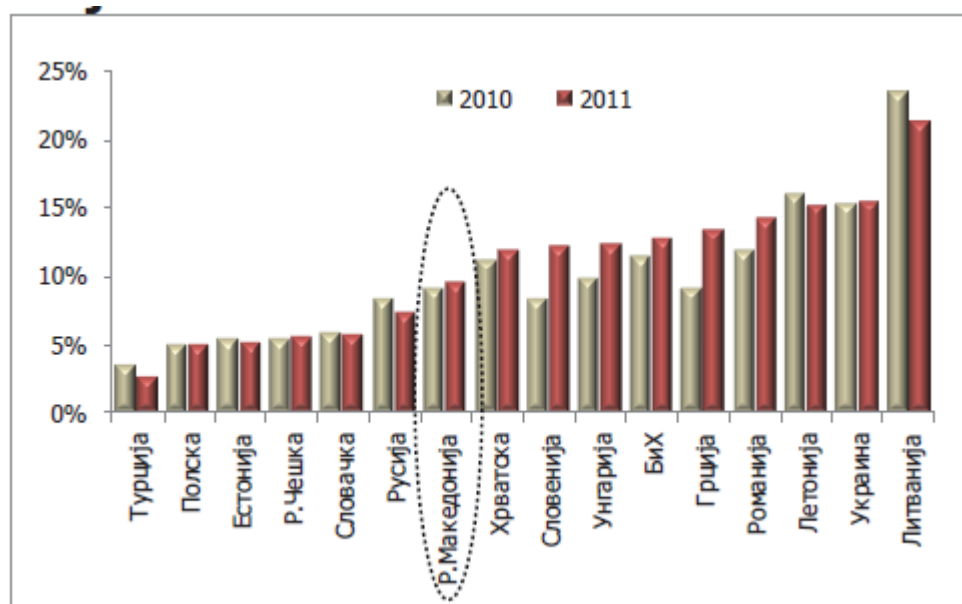
Графикон 7.8. Годишни стапки на раст на вкупните кредити по земји (2010 и 2011 година)



Извор: НБРМ

Во сите овие трендови во 2011 година се забележува раст на нефункционалните кредити. Споредено со земјите од регионот состојбата изгледа вака:

Графикон 7.9. Нефункционални кредити во вкупниите кредити, по одделни земји (2010 и 2011 година)



Извор: НБРМ

Сепак стрес-тест симулациите покажуваат дека банкарскиот систем и одделните банки се релативно отпорни на влијанието на претпоставените шокови. Со тоа што при спроведувањето на симулациите, кај ниту една банка нема намалување на стапката на адекватноста на капиталот под 8 %.

За разлика од банките, берзанското работење има свои карактеристики и окружување кое нормално влијае на тековите и трансакциите.

„Во текот на 2011 година работењето на Македонската берза се одвиваше под влијание на следните главни фактори и околности од меѓународен и локален аспект, кои го креираа деловното окружување во кое функционираше Македонската берза, односно имаа свое влијание врз тргувањето со хартии од вредност на Берзата, а со тоа и врз деловното работење на Берзата како акционерско друштво:

- Растот на светската економија во 2011 година значително се намали. Сепак, најголем дел од развиените економии избегнаа рецесија. Растот на повеќето земји во развој беше доста забавен по високите стапки на пораст во претходните години. Земјите од Европската унија забележаа пораст од 1,6% во

2011 година благодарение пред сè на растот на германската економија од 3,0% (World Economic Outlook Update, IMF, 24.1.2012).

- Должничката криза на дел од земјите од еврозоната предизвика пад на вредноста на еврото и воздржаност и песимизам на инвеститорите од вложување во еврозоната, чекајќи го исходот од мерките за стабилизација и поддршка на најзадолжените земји од еврозоната;
- Во текот на 2011 година македонската економија функционираше во состојба на постепено закрепнување од последиците од светската економска криза, имајќи ги предвид отежнатите фактори од забавувањето на растот на развиените економии како главни партнери на македонските компании, со очекуван пораст на бруто домашниот производ од 3,3% (Соопштение од прва седница на Советот на НБРМ од 2.2.2012);
- НБРМ ја задржа монетарна политика што ја спроведуваше и претходната година што резултираше во одржување на каматните стапки на благајничките записи на исто ниво како и во 2010 година, како и одржување на исто ниво на масата на парични средства расположливи за кредитирање на стопанството и населението. Истовремено, банките продолжија со намалување на пасивните каматни стапки, а државата ги одржа на исто ниво каматните стапки на трезорските записи што резултираше со релативно нивелирање на приносите на најсигурните финансиски инструменти со приносите на пазарот на капитал. Сепак, бавното стабилизирање на македонската економија и нестабилното геополитичко опкружување во голема мерка влијаеше на воздржаноста на инвеститорите од вложување на берза и на ликвидноста на берзанското тргување;
- Должничката криза на дел од земјите од еврозоната и трендовите во светската економија во 2011 година влијаеа врз прометот и општото ниво на цените на пазарот, со оглед на евидентно малото присуство на странски институционални инвеститори;
- Во 2011 година не се случија позначајни поместувања во однос на отворените прашања кои се поставуваат како услов за реализацијата на определбите на Република Македонија за членство во евроатлантските организации, што имаше импликации врз очекувањата на инвеститорите на Берзата и на нивните деловни и инвестициони одлуки;

- Продолжи трендот на зголемена транспарентност во работењето на компаниите котирани на Берзата, како во делот на објавување на информации за финансиското работење, така и во делот на објавување на други ценовно чувствителни информации;
- поволен даночен амбиент;
- ниска инфлација;
- стабилен девизен курс;
- функционална институционална пазарна инфраструктура¹⁶⁴.

Што се однесува пак до тргувањето за 2011 година ситуацијата е следнава¹⁶⁵:

-Вкупниот промет (по сите основи) во 2011 година изнесуваше **13.655.857.674** денари (околу **221,94** милиони евра), што е за **133,71 %** повеќе во споредба со 2010 година;

-Остварениот промет на класичното тргување во 2011 година изнесуваше **3.439.596.525** денари (при пресметување на класичното тргување на Берзата не се вклучени прометите остварени на јавните берзански аукции и блок трансакции) (околу **55,91** милиони евра), што е за **5,20%** повисок во споредба со 2010 година;

о Прометот остварен со акции (официјален и редовен пазар) во 2011 година изнесуваше **2.147.134.623** денари (околу **34,90** милиони евра), што е за **6,43%** повисок во споредба со 2010 година;

о Во 2011 година е остварен промет со обврзници од **1.292.461.902** денари (околу **21,01** милиони евра), што е за **3,22%** повисок во споредба со 2010 година;

-Во 2011 година на Берзата се реализирани **62** блок трансакции (администраторски и системски блок трансакции) во вкупна вредност од **8.964.076.592** денари (околу **145,68** милиони евра), и бележи зголемување од **253,94%** во споредба со 2010 година;

-Во 2011 година реализирани се продажби на акции и удели по пат на јавни берзански аукции во вкупна вредност од **321.522.557** денари (околу **5,23** милиони евра), што е за **688,57 %** повеќе во споредба со 2010 година;

-Во 2011 година за првпат на Берзата се реализирани јавни понуди на хартии од вредност и е остварен промет од **930.662.000** денари (**15,13** милиони евра);

¹⁶⁴ Македонска берза, „Извештај за работа, на Македонска берза АД Скопје за 2011 година“, Скопје, февруари 2012, стр. 1

¹⁶⁵ Исто, ста. 2

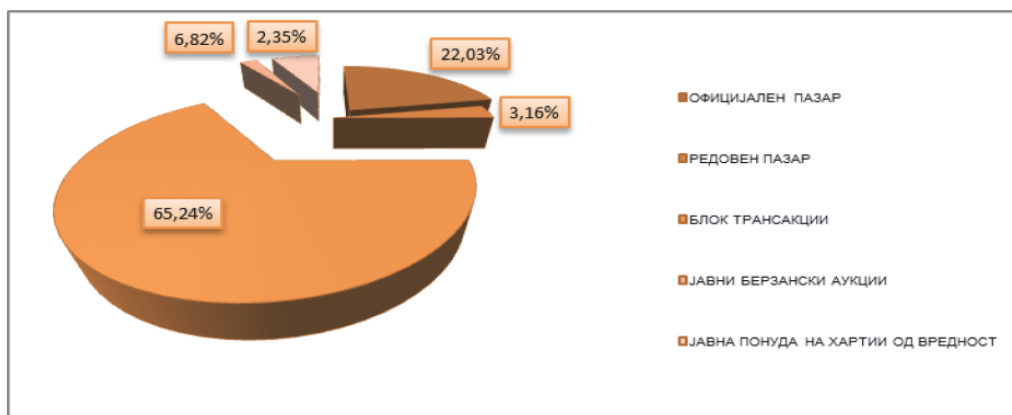
-Во структурата на прометот доминираат реализирани блок трансакции (администраторски и системски) со **65,64%** учество во вкупниот промет на Берзата во 2011 година;

-На крајот на 2011 година на котација на Официјалниот пазар беа котирани акции на **32** друштва;

-Пазарната капитализација на котираните акции достигна **27,30** милијарди денари (околу **443,92** милиони евра) и бележи опаѓање од **10,32%**, додека пазарната капитализација на обврзниците достигна **8,56** милијарди денари (139,25 милиони евра) што претставува опаѓање за 31,56% во споредба со 2010 година.

Графикон 7.10 . Структура на прометот во периодот јануари – декември 2011 година

Пазарен сегмент	Промет во денари	Промет во ЕВРА	%	Број на трансакции
ОФИЦИЈАЛЕН ПАЗАР	3.007.877.454	48.889.665	22,03	18.840
РЕДОВЕН ПАЗАР	431.719.071	7.016.824	3,16	4.450
БЛОК ТРАНСАКЦИИ	8.964.076.592	145.682.206	65,64	62
ЈАВНИ БЕРЗАНСКИ АУКЦИИ	321.522.557	5.227.646	2,35	61
ЈАВНА ПОНУДА НА ХВ	930.662.000	15.126.120	6,82	13
ВКУПНО	13.655.857.674	221.942.460	100,00	23.426



Извор: Македонска берза

Специфично е дека тргувањето се одвива само со акции и обврзници. Врз основа на податоците добиени од Централниот депозитар за хартии од вредност кои се однесуваат за учеството на странските и домашни инвеститори во вкупниот промет на Берзата може да се констатира дека од вкупниот промет остварен на Берзата во 2011

година, 955.968.210 денари (15.578.789 евра) припаѓаат на прометот остварен од купување на хартии од вредност од страна на странските инвеститори, додека 1.312.571.297 денари (21.396.004 евра) остварени се преку продавање на хартии од вредност на странски инвеститори на домашниот пазар (согласно со повеќегодишната пракса при изготвувањето и објавувањето на статистичките билтени во прикажувањето на учеството на странски и домашни инвеститори во вкупниот промет, а заради пореално прикажување на активноста на портфолио инвеститорите, при пресметките се исклучени големите блок трансакции. Од тие причини, за 2011 година вкупниот промет е изразен без блок трансакциите и јавната понуда со акциите на Комерцијална банка АД Скопје во февруари, блок трансакциите од Извозна и Кредитна банка АД Скопје во април, блок трансакциите со акциите издадени од НЛБ Тутунска банка АД Скопје во јуни и блок трансакциите со акциите издадени од Скопска пивара АД Скопје во декември).¹⁶⁶

Македонската берза континуирано соработува со Владата на Република Македонија, со Управата за спрешување на перење пари, со државни органи и слично.

Покрај наведените два „медиума“ преку кои се реализира финансиското работење во Македонија постојат и останати институции кои имаат значајно влијание на финансискиот пазар. Тие меѓународни институции кои имаат удел и влијание на македонскиот финансиски пазар се: Меѓународниот монетарен фонд, Светска банка, Европска централна банка, Европска банка за обнова и развој, Банка за меѓународни порамнувања и Еуростат.

3. Современи пристапи на функционирање на финансискиот пазар во Република Македонија

И покрај тоа што земјата е мала, а финансискиот пазар е едноставен, отвореноста на економијата бара постојано следење на светските трендови на функционирање на пазарите макар и во нивна основна форма.

Така, финансиските иновации и нивната потреба од електронска поткрепа се имплементирани и во законски рамки. Со Законот за Народна банка на Република

¹⁶⁶ Македонска берза, „Извештај за работа, на Македонска берза АД Скопје за 2011 година“, Скопје, февруари 2012, стр. 9

Македонија и Законот за податоци на електронски облик и електронски потпис се гледа да се постават, реализираат и контролираат облиците на електронско работење.

Со правилници е регулиран начинот на користење и управување со дигитални сертификати; начинот и постапката на електронско работење и употребата на податоци во електронски облик и електронски потпис; обезбедување на доверливоста, интегритетот, и неотповикливоста на електронската информација; начинот на потпишување, верификување, енкриптирање и декриптирање на информациите поврзани со извршување на работите коишто произлегуваат од функциите на Народна банка на Република Македонија. Се работи согласно со Јавниот клуч X.509, а термините се строго дефинирани и објаснети. Подолу следува приказ на табела за позначајните термиолошки објаснувања:

Табела 7.1. Поединечни дефиниции и кратенки кои се користаат во Правилничкиот за дигитални сертификати за работата на надворешните лица во затворен систем

Барател на сертификат	Барател на сертификат е оној кој е во процес на регистрирање да стане Имател на сертификат, но кому сè уште не му е издаден сертификат. Сите баратели на сертификат мора да потпишат Договор за поседување сертификат пред сертификатот да биде издаден.
Дигитален потпис	Резултат од трансформација на порака преку криптографски систем кој користи клучеви, така што примателот може да одреди: <ol style="list-style-type: none"> 1. дали трансформацијата била извршена со користење на приватниот клуч на потписникот; и 2. дали пораката е изменета по извршување на трансформацијата.
Директориум	Систем на директориум кој одговара на референтниот модел X.500.
Договор за поседување сертификат	Потенцијалните Имати на сертификати ќе потпишат договор пред да им се издаде сертификатот. Со договорот се опфаќаат одговорностите и правата на секој Имател на сертификат.

Имател на сертификат	<p>Сертификатите за дигитален потпис може да им бидат издадени на физички лица, организациски единици, компјутерски апликации или уреди. Секој Имател на сертификат се регистрира за добивање сертификат пред неговото издавање.</p> <p>Во случај на издавање сертификати за организациски единици, апликации или уреди, Имателот на сертификат е физичко лице одговорно за користење на сертификатот во организациската единица, апликацијата или уредот.</p>
Индосант	<p>Индосант е овластено лице во организација или организациски дел, кое ја претставува организацијата или организацискиот дел при аплицирањето за издавање дигитални сертификати за:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. физички лица; 2. организации; 3. организациски единици; 4. уреди; 5. компјутерски апликации.
ИС	<p>Издавач на сертификати. Институција на која една или повеќе зависни страни ѝ веруваат за создавање и доделување дигитални сертификати. Во овој Правилник тоа е Народната банка.</p>
Јавен клуч	<p>Клуч кој се содржи во сертификатот на Имателот на сертификат и кој е поврзан математички со неговиот приватен клуч за потпишување. Овој клуч се користи за да ја потврди автентичноста на дигиталниот потпис и за енкриптирање информација во електронски облик.</p>
КДС	<p>Комисија за регулирање на издавањето на дигиталните сертификати - орган одговорен за утврдување, спроведување и надзор на управувањето со политиките, правилниците и прописите</p>

	за дигиталните сертификати.
ЛОР	Локален орган за регистрација - субјект одговорен за идентификација на барателот на сертификат и верификација на неговите лични податоци.
ЛПС	Листа на поништени сертификати - листа создадена и потпишана од Издавачот на сертификатите.
ОИ	Особено име - единствен идентификатор кој го претставува идентитетот на физичкото лице. ОИ се користи за идентификување на субјектот што го поседува сертификатот.
ПИС	Пресонал на ИС. Вработени лица во Народната банка, кои оперативни ги извршуваат функциите на ИС.
Податоци за активирање	Податоците за активирање на сертификатот се безбедно генерирани кодови во системот на ИС и служат за активирање на сертификатот на барателот на сертификат.
Податоци за заштита	Податоци, потребни за работа на криптографски модули или апликации кои ги штитат приватните клучеви. Пример за податоци за активирање заштита се: личниот број за идентификација (во понатамошниот текст: ПИН), лозинка или биометрика.
Поништување сертификат	Акт на отстранување на каква било врска помеѓу сертификатот и неговиот сопственик, бидејќи на сертификатот веќе не може да му се верува, иако сè уште не е истечен рокот на важење.
Приватен клуч	Таен клуч кој му припаѓа на Имателот на сертификат (до кој има пристап само Имателот на сертификат), а кој е поврзан математички со јавниот клуч од дигиталниот сертификат на Имателот на

	сертификат. Имателот на сертификат користи приватен клуч за потпис кога создава дигитален потпис за документ, датотека или порака или декриптира информација во електронски облик.
Дигитален сертификат	Сертификатот за Јавен клуч X.509 ги сврзува идентитетот на Имателот на сертификат и неговиот Јавен клуч. Јавниот клуч, заедно со идентитетот и односната информација, се потпишани дигитално со приватниот клуч на Издавачот на сертификати кој го издал сертификатот. Форматот на сертификатот е во согласност со ИТУ-Т препорака X.509.
Зависна страна	Примател на сертификат кој го користи тој сертификат за проверка на дигиталниот потпис и енкрипција на информациите. На пример, ако лицето добие дигитално потпишана електронска пошта од некого и ја потврди автентичноста на потписот преку користење на јавниот сертификат за дигитален потпис на испраќачот, тоа лице го користи сертификатот, па оттука претставува зависна страна.

Енкрипција Процес на претворање (конверзија) на обичен текст во шифрирана форма.

Декрипција Процес на претворање (конверзија) на шифрирана форма во обичен текст.

Извор: НБРМ

Сертификатите се ажурираат во временски период и под услови определени од Народна банка при што сертификатите, ЛПС и личните и организациски детали кои се објавени во директориумите не се сметаат за доверливи информации. Сите други податоци кои се чувани од ПИС и ЛОР се интерно класифицирани информации и се откриваат само на имателот на сертификатот или на овластените органи на власта. Таков овластен орган е Комисијата за регулирање на издавањето дигитални сертификати (КДС).

КДС е одговорна за¹⁶⁷:

- изготвување предлог-акти за работа со дигиталните сертификати коишто ПИС мора да ги следи при издавањето сертификати и при извршување на работните задачи за да обезбеди усогласеност со овој Правилник;
- одобрување интерни акти коишто ЛОР мора да ги следи при регистрирање на потенцијалните Имати на сертификат;
- одобрување Договори за меѓусертификација или меѓуоперативност со надворешни ИС;
- да решава спорови за име меѓу барателите на сертификат за време на регистрацијата, ако спорот не може да се реши од страна на ПИС;
- врз основа на анализа на ризик за користење на дигиталните сертификати го одредува временскиот период за кој ПИС издава и ажурира ЛПС;
- врз основа на анализа на ризик за користење на дигиталните сертификати го одредува временскиот период на важноста на дигиталните сертификати;
- обезбедува процедурални и персонални контроли за безбедност за ПИС;
- КДС одобрува алгоритми коишто се користат за генерирање клуч;
- предлага престанок на работата на ИС.

Настаните се евидентираат автоматски или рачно, а се заштитуваат и сместуваат во безбедна архива со контролиран пристап. Целокупната процедура е од Дирекција за платни системи до НБРМ, а е спроведена со добивање лични податоци на имателот на сертификатот, барања за кодови и генерирање на истите, како и генерирање на дигиталниот сертификат, потоа ако има потреба од поништување на сертификатот и декриптирање.

Со ова се овозможува и комерцијалните банки да користат интернет банкарско работење, а денес веќе и банкарство преку мобилен телефон.

¹⁶⁷ НБРМ, „Правилник за дигиталните сертификати за работа на надворешните лица во затворен систем“, септември 2011 година, стр.6

Во делот на берзанското работење современите пристапи се базирани на БЕСТ системот. На крајот на јануари 2011 година бил потпишан Договор за одржување на БЕСТ системот од компанија во Словенија, „Новита“ ДД Љубљана. Така е предвидено и превентивно одржување, како и инвестициско.

Функционалностите на БЕСТ системот се подложени на редовни проверки. Тие проверки можат да значат и наложување на набавка на нови и посовремени хардверски и софтверски продукти (што неретко се случува). Денес, во употреба се пуштени четирите новонабавени софтвери, првиот Trading Gateway 1, а другиот FIX Gateway кој служи за FIX поврзување на дистрибутерите на берзанските податоци со системот за тргување. Овие два софтвера се пуштени пред преостанатите два: Trading Engine и сервер за БерзаНет и репликација на податоци.

Со целокупното електронско поткрепување на процесот на тргување на берзата работи Дирекцијата за информатичка и техничка поддршка. Таа благодареејќи на имплементацијата на горенаведените софтвери во 2011 овозможила¹⁶⁸:

- зголемена доверливост при процес премин на секундарен сервер;
- забрзување на процесот на премин на секундарен сервер ;
- задржување на функционалност на сите странични системи во случај на премин на секундарен сервер.

Договорите за дигитални закупени линии се реализирани меѓу Македонски телеком, членките на Берзата и Берзата со што се одговара на потребите за комуникациско поврзување на членките на Берзата со Берзата и ЦДХВ (централниот депозитар).

За целите на имплементацијата на новата верзија на апликацијата СЕИНет во деловите за креирање на објави од страна на издавачите, уредување на објавите од страна на Берзата и администрација на самиот систем во соработка со Секторот за деловни операции биле извршени анализи за потребите. Врз база на ова СЕИНет започнал со имплементација на кориснички интерфејс за два модула (модул за издавачи и модул за вработени на берзата). На крај се финализирани следните модули¹⁶⁹:

¹⁶⁸ Македонска берза, „Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2011 година“, Скопје, февруари 2012 година, стр. 35

¹⁶⁹ Исто, стр.37

- *Модул за издавачиџте* - Овој модул е веб-базиран и се употребува од страна на котираните компании за креирање и ажурирање на документи за објавана СЕИНет. Во него се имплементирани следниве функции: креирање на документи, ажурирање на документи, барање за објава (веднаш и во определено време), работа на повеќе корисници за еден издавач, процес на испраќање на и-мејл пораки до корисниците и издавачите по секоја реализирана акција и др.
- *Модул за администрација* - Овој модул е веб-базирана апликација која се употребува за администрација од страна на вработените во Секторот за деловни операции во Берзата.
- *Модул за автоматско објавување* - Овој модул е реализиран како windows сервис апликација, и истиот се користи за објавување на документи за кои е побарана објава во определено време.
- *Модул за миграција на податоциџте од старата верзија* - Овој модул е реализиран како Win32 апликација и истиот се употребува за трансформација на податоците од старата база на податоци на СЕИНет, во новата база. Во принцип, овој модул е за еднократна употреба, но неговата имплементација беше неминовна поради потребата за интегрирање на податоци од старата верзија на СЕИНет во новата верзија.
- *Веб-страница www.seinet.com.mk* - Во овој дел беше самоизвршена миграција на постојната верзија на повисока верзија на развојното опкружување, при што беше имплементиран само новиот начин на пристап до податоците со употреба на новата верзија на веб-сервиси.
- *Веб-сервиси* - Во овој модул беа имплементирани истите функционалности како во старата верзија, со таа разлика што како изворна база на податоци е новата база на СЕИНет.

Заради комуникацијата за дистрибутери на берзански податоци, согласно со договорениот план за имплементација на FIX комуникациското поврзување со ThomsonReuters, Bloomberg и Виенската берза во текот на 2011 година било реализирано воспоставување на т.н. VPN тунел преку интернет, кој ќе се користи за

шифриран пренос на податоци од тргувањето. Во текот на третиот и четвртиот квартал е имплементирано и приклучувањето на продукцискиот FIX feed кој овозможува безбеден пренос на податоците од тргувањето во реално време.

Исто така, заради зголемување на доверливоста на конекциите на дистрибутерите на берзански податоци со берзанскиот систем преку FIX, беше извршено инсталирање на дополнителен FIX сервер за оваа намена. Хардверските ресурси употребени за оваа намена се презедоа од веќе постоечка опрема на Берзата.

Како останати активности кои одговараат на современиот пристап на работење влегуваат и изработка на интерни извештаи за утврдување на ликвидносни нивоа во делот на имплементација на подржувачи на ликвидност; активности за унапредување на апликација за позадинско работење на членките; тестирање на резервните линии на членките на Берзата и промена на батериското поле на УПС уредите.

Како што може да се примети електронското поддржување на медиумите (банка, берза) мора да се одвива континуирано, како внатрешно така и надворешно, а современиот пристап освен електронската поддршка нормално бара и стручна подготвеност на кадарот, па затоа овие институции постојано следат и едукативни процеси кои го усовршуваат нивното работење или барем треба да делуваат во таа насока.

Современите пристапи на работење се забележани и кај останатите институции како брокерските друштва и фондовите кои имплементираат софтверско инженерство за потребите на работата.

4. Финансиска регулација во Република Македонија

„Македонија ги има сите основни институции за финансиска регулација што постојат во развиениот свет. Тоа се институции за регулација на депозитните институции, на пазарите на хартии од вредност, на осигурителните друштва и на приватните пензиски фондови. Од нив, далеку најважна е Народната банка на Република Македонија, поради едноставниот факт дека банките се далеку најважните институции во рамки на финансискиот систем“.¹⁷⁰

¹⁷⁰ Михаил Петковски, „Финансиски пазари и институции“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски факултет, Скопје, 2004 година, стр. 74

Дадениот цитат го користам како вовед на потточката која треба да ги опфати видовите, формите и моделите на финансиска регулација во Република Македонија. Сите сектори на финансиско работење се опфатени со некаква форма на регулација, но приматот го добива Народна банка од причина што банкарскиот сектор е најзастапен на финансискиот пазар во Македонија.

Ако тргнеме од поентата дека формата на **регулирање на финансиските институции** опфаќа *што* може да се работи, секоја од регулативните институции со своите надлежности одговара пред законска рамка. Законската рамка ја уредува регулацијата и во Република Македонија.

Ако појдеме од постоечките финансиски институции во Македонија, банки, штедилници, менувачници, берза, брокерски куќи, клириншки куќи, осигурителни друштва и пензиски фондови, ќе се забележи дека дејноста на секоја од овие институции е регулирана и зад сечие работење се појавува одредено регулаторно тело. Постојат институции чие што работење го регулираат и повеќе институции.

Народна банка на Република Македонија е единствена супервизорска агенција надлежна за дозволите за основање и работење на *комерцијалните банки*, за статусните промени, отворањето на филијали, претставништва, па сè до престанување на нивното работење. НБРМ се раководи според законска регулатива која ги опфаќа лиценцирањето, адекватноста на капиталот, кредитниот ризик, ликвидносниот ризик, валутниот ризик и супервизија. Во нејзин домен се вклучува и сметководството, финансиските извештаи, нивното објавување и ревизија.

Одржувањето на стабилен банкарски систем и заштита на интересите на штедачите и другите кредитори кои ги имаат вложено своите средства во банките е примарна цел на супервизорската дејност на НБРМ.

Комерцијалните банки, според Законот за банките, се правни лица со активности: прибирање на депозити, пласирање на прибраните депозити во кредити или други инвестиции за сметка на банката други активности кои со закон се дадени да ги вршат исклучиво банки. Банка може да основаат домашни и странски правни и физички лица, странската банка може да основа подружница. Основачи на банката не може да се лица спрема кои е во тек стечајна постапка или лице кое е осудено со казна затвор. Секое правно или физичко лице кое има намера да го зголеми бројот на акциите, така што ќе надминат 5%, 10%, 20%, 33%, 50% или 75% од вкупниот број на акции со право на глас во банката е должно да поднесе барање до НБРМ. НБРМ е таа која пропишува методологија за пресметување и утврдување на гарантниот капитал на

банката, методологијата за пресметување и утврдување на ризично пондерираната актива на банката и методологијата за пресметување и утврдување на отворена девизна позиција и за односот меѓу отворената девизна позиција и гарантниот капитал.

Финансиските извештаи и деловните книги ги проверува и оценува овластен ревизор и изготвува ревизорски извештај¹⁷¹. Овластениот ревизор ги оценува: билансот на состојба, билансот на успех, извештајот за паричен тек, промените во висината на капиталот, нивото и промените во издвоените резерви за потенцијални загуби и извршени отписи, износот на преземаните потенцијални обврски, извештајот за ефектите од консолидацијата, функционирањето на внатрешната ревизија, водењето на деловните книги, информативниот систем, точноста и комплетноста на извештаите што банката ги доставува до Народната банка, адекватноста на сметководствените процедури и спроведување на законската регулатива. Банката е должна да определи друштво за ревизија за што ја известува Народната банка. Исто друштво за ревизија може да изврши најмногу три последователни ревизии во истата банка. Доколку мерките за подобрување на состојбата на банката не вродат со резултат и гувернерот на НБРМ утврди дека банката не е можно да се санира се отвора стечајна постапка. Ликвидациона постапка во банката се воведува кога акционерите донесат одлука за престанување на банката или НБРМ ја одзеде дозволата за основање и работење на банката. Накратко кажано целокупното работење на комерцијалните банки се следи и е контролирано и подложно на супервизија.

Народна банка на Република Македонија го контролира и координира работењето на *штедилниците*. Штедилниците се правни лица, финансиски организации кои самостојно вршат дејност заради остварување на добивка, врз начелата на ликвидност, сигурност и рентабилност. Штедилницата работи врз начела кои се пропишани од НБРМ, при тоа банка не може да основа штедилница. Дозвола за основање на штедилница издава НБРМ. Дозвола можат да добијат Република Македонија или друго правно лице со седиште во РМ и физички лица – државјани на РМ. Секако определен е и основачки влог. Штедилницата прибира штедни влогови на физички лица и добротворни организации и одобрува кредити на физички лица. Средствата што штедилницата нема да ги користи за давање на кредити на физички лица може да ги користи за купување и продавање на краткорочни хартии од вредност и за одобрување кредити на правни лица и тоа исклучиво преку банка и со банкарска

¹⁷¹ Закон за банките

гаранција.¹⁷² Како и кај банките и кај штедилниците санационата постапка ја покренува гувернерот на НБРМ.

Под регулатива на НБРМ се и менувачниците. Менувачниците работат во склоп на девизниот пазар (официјален и неофицијален).

Во 2001 година во Република Македонија со работа започнува и Клириншката куќа Клириншки интербанкарски системи АД Скопје. Основана е од страна на банките согласно со Законот за платен промет. Оваа куќа работи по правилата и препораките од банката за меѓународно порамнување во Базел. Сепак максималниот износ кој може да учествува во КИБС – Клиринг го определува НБРМ.

Регулацијата на финансиската институција „Македонска берза на хартии од вредност АД Скопје“ се спроведува со пропишани законски акти: статут, правила и одлуки. Предмет на работа на Берзата е¹⁷³: собирање на понуди за купување и продавање на хартии од вредност, пазарно формирање на цените на хартиите од вредност со кои се тргува на Берзата, склучување на трговски трансакции со хартиите од вредност, утврдување и известување за склучените трговски трансакции со хартии од вредност, почитување на правилата и стандардите на Берзата како и на одредбите од Законот за хартии од вредност и правилниците донесени врз основа на законот од страна на членките на берзата, заштита на интересите на инвеститорите во хартии од вредност, прием на хартиите од вредност за тргување на Берзата вклучувајќи го и котирањето на хартии од вредност, информирање на јавноста за прашања значајни за работењето на Берзата, издавање книги, организирање советувања, семинари и други облици на едукативно советување. Вака стриктно дефинираното работење на Берзата овозможува детална контрола на работењето на истата. Акционер на берзата може да биде домашно или странско правно или физичко лице, кое заедно со неговите поврзани лица може да има сопственост на 10% акции со право на глас во Берзата.

Македонската берза на хартии од вредност е регулирана од Комисијата за хартии од вредност, чијашто структура и работа е опишана во потточката 7.1. Статутот на Берзата како и правилата за членство, тргување, котација арбитража и однесување и дисциплина, актите поврзани со надоместоците кои се наплатуваат за реализација на

¹⁷² Проф. д-р Љубе Трпески, „Пари и банкарство“, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски факултет, Скопје, 2003 година, стр. 556

¹⁷³ Македонска берза на хартии од вредност, „Статут на Македонска берза на хартии од вредност АД Скопје“, Скопје, септември, 2007 година, стр. 3

трансакциите на Берзата и разните одлуки се донесуваат, менуваат и дополнуваат во согласност со Комисијата за хартии од вредност.

Брокерскиите куќи исто така работат под контрола на Комисијата за хартии од вредност.

Во Македонија постојат и *осигурувателни друштва*. Во 1993 година е основано Националното биро за осигурување. Бирото е непрофитна организација. Осигурителните друштва вршат осигурувања од несреќен случај, незгода, различни возила, имот, одговорности, правна заштита и осигурување од финансиски загуби. Работата на осигурителните друштва претежно е регулирана од Министерството за финансии. Согласно со Законот за супервизија на осигурување на друштвата за осигурување, овие друштва поднесуваат статистички осигурителни податоци и се должни редовно да вршат пресметка и контрола.

Во Македонија има два *приватни пензиски фонда*. Двата фонда функционираат под двете друштва Акционерско друштво за управување со пензиските фондови „НОВ ПЕНЗИСКИ ФОНД“ Скопје и КБ „Прво друштво за управување со пензиски фондови“ А.Д. Скопје, кои пак се регулирани од Агенцијата за супервизија на пензиските фондови, а чувар на имот е Народна банка на Република Македонија. Двата фонда се основани од македонски и странски приватни лица. Приватните фондови се ограничени каде можат да ги вложуваат прибраните средства, со цел сигурноста на вложувањата да биде одржувана на високо ниво.

Се заклучува дека регулацијата на финансиските институции во Република Македонија има точно одредено кој што треба да работи, пред кој е одговорен и каква одговорност се сноси при неисполнувањето на законски пропишаните услови за работа.

Регулацијата на финансиските активности, кои ги опфаќаат сите активности кои се преземаат за намалување на моралниот ризик, погрешната селекција и инсајдерското тргување се уредени со акти и прописи кои го насочуваат работењето кон фер, транспарентен, ажурен и внимателен финансиски систем. Почитувањето на законските и подзаконските акти овозможува посигурно функционирање на финансискиот пазар. Сите супервизорски тела имаат пропишано мерки и услови кои треба да ги исполнат побарувачите на финансиските инструменти, но и мерки и услови кои мораат да бидат исполнети при работењето на институцијата понудувач. На ваков

начин се одговара на заштита на интересите на двете страни, учесници на финансискиот договор.

Во поновите таргетирања сè поголемо место зазема заштитата на корисниците на услугите.

Инсајдерското тргување е казниво, но кај ваквото тргување прашањето не е сконцентрирано на тоа дали тоа е казниво со Закон или не. Тука нема дилема. Прашањето се насочува кон начинот на разрешување на малверзацискиот преносот на податоци и информации и манупалцијата со нив на мал пазар како што е македонскиот финансиски пазар. Најголем проблем претставува фронт – ранинг, што претставува тргување пред клиентот на брокерската куќа или банката да го објави налогот за купување или продажба на акции. Фронт – ранинг е проблем од светски рамки чишто димензии добиваат размер од не само подобрување на состојбата на „повластениот“ клиент, туку до користење на информациите за подобрување на состојбата на конкурентските компании.

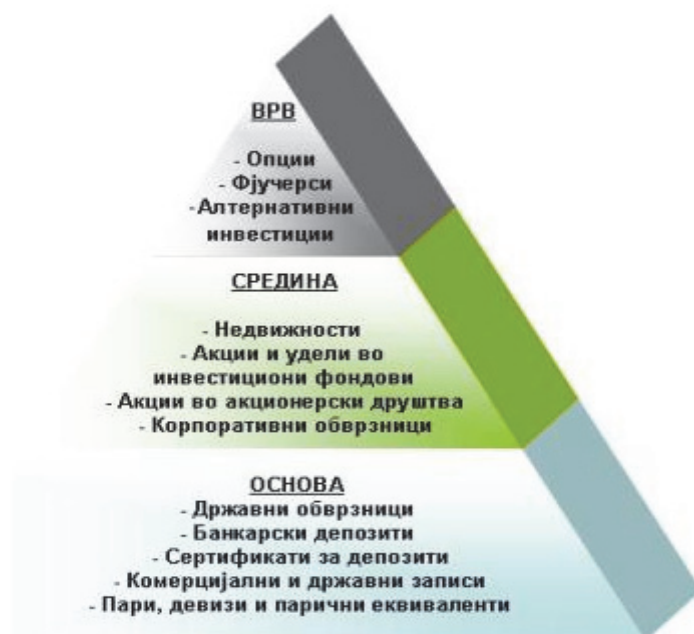
Моделот на финансиска регулација во Република Македонија е унитарен или уште познат како универзално банкарство. Банките законски се уредени да можат покрај депозитно – кредитните активности и да можат да вршат инвестициски трансакции. Можеби на почеток делува дека во Македонија се применува соодветна регулација за секоја соодветна институција, но не станува збор за функционална регулација од причина што комплетниот процес на регулирање сепак поминува кај Централната банка. Значи постојат институции кои ги покриваат посебни тела како што е на пример Агенцијата за супервизија на пензиските фондови, но и во нејзини рамки чувар на имотот е НБРМ.

Посебно ако се направи осврт на тоа дека монетарната регулација во Република Македонија се спроведува и реализира преку активностите на Централната банка, а крајна цел е стабилност на цените, логично е дека целокупната регулација на еден начин поминува низ оваа институција.

Од аспект на регулацијата во меѓународни рамки мора да се напомене дека Македонија се труди да се приближи на светските асоцијации и организации или во потесна мерка на европските, како мерило кое потврдува квалитет во работењето. Сепак, тековната криза, покажа дека и на големите и силни пазари се не функционира како што треба и дека постои некоја алка која некако исчезнува или се провлекува на некој определен период, за на крај финансиските кризи бидат претворени во економски.

5. Финансиските деривати и финансиската регулација во Република Македонија

Слика 7.1. Пирамиден приказ на хартиите од вредност според нивниот принос и ризичност



Извор: Македонска берза

Забелешка:

Основа на пирамидата: Во основата на пирамидата се претставени инвестициите кои носат ниско ниво на ризик и предвидливи приходи. Тука влегуваат најликвидните хартии од вредност, банкарските депозити и хартиите од вредност за кои гарантира државата.

Средина на пирамидата: Во средината на пирамидата се претставени инвестициите со средно ниво на ризик. Овие инвестиции, покрај тоа што овозможуваат стабилен принос, даваат можност и за пораст на вредноста на средството и остварување на капитална добивка. Иако поризични од инвестициите од основата на пирамидата, сепак овие инвестиции се релативно стабилни.

Врв на пирамидата: Во врвот на пирамидата се претставени инвестициите со највисок ризик. Овие инвестиции треба да се преземаат единствено со парични средства кои инвеститорот може да си дозволи да ги изгуби без сериозни последици.

Финансиските деривати, во Македонија познати само по формата фјучерси и опции заземаат место најгоре во пирамидата. Станува збор за инвестиции со највисок

ризик и можеби ова е основната причина зошто нивната регулација е суштинска. Во Законот за хартии од вредност овие инструменти се среќаваат, но на нив е посветен релативно мал дел. Начинот и постапката на нивно издавање, понуда и продажба се пропишани од Комисијата за хартии од вредност. Тргувањето со нив се одвива на берза.

„Во текот на 2011 година, Македонската берза АД Скопје континуирано ја спроведувала функцијата на надзор над тргувањето со хартии од вредност, чијашто крајна цел било одржување на ефикасен и стабилен пазар на хартии од вредност. Оваа активност, пред сè, подразбираше вонтеренско следење на тргувањето на Берзата, теренска и вонтеренска контрола на членките на Берзата и воочување на евентуални вонредни пазарни состојби, а врз основа на тоа и соодветни интервенции на Берзата во одредени ситуации.

Во текот на 2011 година, Берзата доставила неколку известувања до Комисијата за хартии од вредност за реализирани трансакции на Македонска берза за кои Берзата во своите анализи утврдила дека е можно да постојат индиции за невообичаени пазарни активности на инвеститори.

Врз основа на Барање на Комисијата за хартии од вредност од 21.12.2010 година со кое се задолжува Берзата да спроведе контрола на позадинското работење на сите нејзини членки со цел да се провери пристапот до базите на податоци на back office (позадинските) апликации на членките, Берзата во рамките на своите надлежности и овластувања ги презема потребните подготвителни активности и извршува директна контрола на режимот на пристап и управување со базата на податоци на back office апликациите на сите членки во тековните на месеци (утврдување на состојбите во поглед на документацијата со која располагаат членките во врска со режимот на управување и пристапот до базата на податоци на back office апликацијата на членките и утврдување на фактичките состојби во врска со пристапот до базата на податоци). Берзата изврши сумирање на наодите од спроведените контроли на позадинското работење на членките на Берзата, за што соодветно ја извести Комисијата за хартии од вредност.

Врз основа на Програмата за работа на Македонска берза АД Скопје за 2011 година, во која, во рамките на извршувањето на редовните активности поврзани со надзорот, предвидено е контролите на членките на Македонската берза во текот на 2011 година да се вршат првенствено преку вонтеренска контрола на членките на Берзата и редовно следење на тргувањето и воочување на евентуално вонредни

пазарни состојби, како и вршење на теренски контроли на определени членки базирана на принципот на постоење ризик (risk based approach), Секторот за деловни операции изготви предлог-план за контроли на 8 членки на Македонската берза во 2011 година. За спроведените контроли беа изготвени записници, и истите, во предвидениот рок, беа доставени до членките на Берзата. Во предвидениот рок за доставување приговори по записник, ниту една членка не достави приговор, по што, Берзата подготви Извештај за извршените контроли и истиот беше разгледан од страна на Одборот на директори на Берзата.

Врз основа на претходно спроведените теренските контроли (редовни годишни контроли во 2010 година и контроли по барање на КХВ) и една вонтеренска контрола, како вообичаена активност на надзорот на Берзата беа поднесени шест предлози за отпочнување на дисциплински постапки против членки на Берзата. Во врска со поднесените предлози за отпочнување на дисциплински постапки, Дисциплинската комисија на Берзата одржа неколку состаноци, на кои беше разгледана целокупната документација во врска со поднесените предлози, беа повикани претставници на членките на испитување заради утврдување на фактичката состојба. За четири случаи беше донесена дисциплинска мерка согласно Правилата за однесување и дисциплина на Македонска берза АД Скопје, додека во два случаја дисциплинската постапка беше запрена заради постоење на околности поради кои се исклучува одговорноста на членката¹⁷⁴.

Значи, финансиските деривати се вклучени во називот хартии од вредност и во тоа воопштување е вклучено и контролирањето на нивната употреба. Сепак, реално, со оглед на фактот колку се тргува со фјучерси и опции во Република Македонија, ова прашање како да е оставено недоодговорено.

Берзата се труди на повеќе начини да е во тек со светските збиднувања и побарувања. Така, предвидени се и обуки од октомври 2012 година меѓу другото и за работењето со финансиските деривати. Во текот на 2011 година беше реализиран интересен проектот за имплементација на автоматизирани техники на контрола на тргувањето со хартии од вредност на Македонска берза АД Скопје. Следејќи ги глобалните трендови за спроведување на надзор над пазарот на хартии од вредност, а притоа тргнувајќи од своите можности, Берзата пристапи кон развивање на апликација која ќе може самостојно да генерира информации за невообичаени пазарни состојби,

¹⁷⁴Македонска берза, „Извештај за работа на Македонска берза АД Скопје за 2011 година“, Скопје, февруари 2012 година, стр. 22-24

потенцијани сомнителни трансакции склучени на Берзата, односно да генерира информации за трансакции кои би можеле да упатуваат на манипулативни трговски практики или на други забранети активности при тргувањето со хартии од вредност, а кои потоа би биле предмет на дополнителна контрола од страна на Секторот за деловни операции во Берзата.

За реализација на Проектот за имплементација на автоматизирани техники на контрола над тргувањето со хартии од вредност на Македонска берза АД Скопје беше формиран проектен тим од вработени во Берзата кои работеа на развивање на параметри и методологија за детекција на специфични трансакции на Берзата, чии резултати потоа беа искористени за развивање на апликација на надзор која врши автоматизирано профилирање на трансакции што треба да бидат предмет на понатамошна контрола од страна на Секторот за деловни операции. За овие активности беа користени внатрешните ресурси на Берзата, како кадровски, така и технички.

Сите развојни фази на овој проект беа заокружени заклучно со последните денови на извештајниот период, при што апликацијата ќе почне да се користи во текот на 2012 година. Настојувањата на Берзата при реализацијата на овој проект беа да се изврши дополнително зајакнување на надзорната функција на Берзата над пазарот на хартии од вредност во однос на детектирањето на специфични пазарни состојби и евентуалните пазарни манипулации, а со единствена цел обезбедување на фер и регуларен пазар на хартии од вредност. И повторно напоменувам, финансиските деривати се калкулирани заедно со останатите основни форми на тргување.

6. Иднина на финансискиот пазар и финансиската регулација во Република Македонија

Ако тргнеме од фактот дека Македонија е мала и отворена економија, а се насочиме преку разбирање и толкување на поимите „мала“ како општоприфатено користење на основни форми на работа во кој било финансиски домен и „отворена“ како извозно т.е. увозно зависна економија тогаш неопходно е да се направи анализа како и колку регулацијата е зависна од тргувањето на берзата и извозот на земјата. Така, треба да добиеме насоки за корелационата врска на овие големини со цел добивање насока за движењето на финансиската регулација во иднина.

Како прилог ги користиме податоците на Македонската берза за прометот во вкупни рамки во периодот од 2005 до 2011 година изразени во милиони евра.

Прилог 1:

БЕРЗАНСКИ ПОКАЗАТЕЛИ

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ПРОМЕТ (ЕВРА)							
ТРГУВАЊЕ ВО БЕСТ	109.338.613	176.423.055	496.967.289	132.704.562	66.895.486	53.163.246	55.928.399
Акции	75.470.056	139.979.959	471.473.370	108.958.141	45.610.215	32.802.613	34.912.758
Обврзници	33.868.557	36.443.096	25.493.919	23.746.421	21.285.270	20.360.632	21.015.641
Просечен дневен промет	543.973	700.091	2.012.013	535.099	274.162	215.236	230.158
Просечен дневен број на трансакции	159	208	574	174	141	104	96
БЛОК ТРАНСАКЦИИ	28.433.665	228.342.489	183.063.537	67.791.488	42.540.062	41.181.313	145.757.343
ЈАВНИ БЕРЗАНСКИ АУКЦИИ	7.231.033	101.980.731	1.574.405	1.561.147	391.131	662.971	5.228.009
ЈАВНА ПОНУДА НА Х.В.	-	-	-	-	-	-	15.132.715
ДРУГИ ХАРТИИ ОД ВРЕДНОСТ	-	243.903	-	-	-	-	-
ВКУПНО	145.003.311	506.990.178	681.605.231	202.057.196	109.826.679	95.007.530	222.046.466

Извор: Македонска берза

и нивото на извоз на Македонија (прилог 2) во истиот овој период изразен во милијарди американски долари, притоа земајќи предвид дека во областа на финансии и сметководство: платниот промет, осигурување на имоти и лица, игри на среќа, општи прописи, паричен систем, банки и штедилници, хартии од вредност, инвестициски фондови, инвестиции, заеми и кредити, девизно работење, стопанско недоволно развиени подрачја, средства на солидарноста, даноци, придонеси и самопридонеси и такси се донесени најразлични закони, кои за прв пат, кои ревидирани, кои со законски измени. И законските промени се анализирани во истиот период од 2005 до 2011 година и тоа во 2005 година имало вкупно 28 промени во овој домен, во 2006 година имало 32, во 2007 година – 45 промени, 2008 година – 66 промени, 2009 година – 38, 2010 година – 51 промена и 2011 година имало 72 законски промени во областа на финансиите и сметководството според организацијата/медиум за евидентирање и водење на законските промени www.pravo.org.mk.

Врз база на овие податоци следува корелациона пресметка на зависноста меѓу трите независни варијабли. Пресметката најпрво се однесува на повеќекратна корелација, а потоа на парцијална со која се согледува меѓусебното влијание на трите варијабли, како независни, а во вториот дел како зависни на базичната променлива (број на регулативни промени на годишно ниво).

Прилог 2:

ИЗВОЗ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА ПО ЗЕМЈИ*

година	ИЗВОЗ НА РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА ПО ЗЕМЈИ*																						
03/12	Назив на земја	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
10	Швајцарија	25,65	22,32	32,73	28,51	33,40	36,74	33,11	70,73	36,81	22,17	35,17	35,94	26,96	19,31	6,45	7,52	10,16	10,75	16,15	17,40	18,79	31,49
11	Велика Британија	14,92	22,30	21,64	13,04	9,26	21,09	30,64	31,94	24,17	27,30	27,24	26,69	28,91	35,18	42,46	42,94	36,36	75,96	70,09	42,92	39,29	54,21
12	Словенија	0,00	0,00	82,94	89,26	71,44	72,42	82,12	59,93	41,32	34,00	26,42	20,98	21,66	21,34	27,19	31,81	41,44	69,06	65,11	34,29	69,10	80,20
13	Бугарија	45,12	49,16	62,94	82,75	239,69	236,03	38,23	35,27	42,47	26,11	26,94	20,80	21,78	25,83	51,54	76,10	130,87	243,91	379,29	216,94	294,03	307,88
14	Шпанија	2,49	1,66	1,42	4,13	3,42	2,35	0,62	6,23	6,63	8,75	13,24	21,45	14,58	21,29	22,03	14,01	30,40	172,95	77,04	39,75	73,67	66,37
15	Босна и Херцеговина	0,00	0,00	54,98	17,20	0,39	0,89	18,12	20,98	19,64	19,38	22,20	16,28	18,31	22,79	33,22	30,46	65,79	88,97	104,94	86,72	94,95	93,09
16	Русија	325,88	255,39	981,1	114,98	76,37	87,21	38,61	26,57	26,10	15,08	10,35	13,94	14,43	13,74	19,67	21,42	25,62	22,60	32,68	22,54	26,74	39,64
17	Белгија	17,82	15,24	22,93	6,13	4,36	9,31	9,26	10,51	8,96	17,18	23,88	7,49	10,36	9,70	15,16	34,64	83,87	178,08	109,21	36,15	80,76	62,46
18	Франција	7,65	9,04	18,67	21,31	23,65	23,49	6,04	5,79	17,66	12,67	14,94	15,96	24,79	24,66	77,32	19,91	10,31	16,06	24,27	12,63	13,92	20,49
19	Австралија	2,40	5,12	21,18	35,67	27,98	24,68	32,80	34,03	13,30	15,00	12,83	10,02	13,87	17,42	22,59	27,52	40,71	73,11	107,04	83,97	72,38	87,05
20	Турција	15,21	18,09	17,53	43,79	35,38	38,27	18,17	24,30	9,12	8,30	10,31	8,59	8,46	32,81	53,95	46,31	55,25	53,78	31,55	40,79	50,91	73,34
21	Австрија	22,54	14,40	20,80	15,82	19,19	30,34	20,38	18,43	9,85	5,95	10,24	6,24	6,30	7,88	8,51	9,00	15,00	19,97	22,49	19,09	36,98	38,25
22	Шведска	5,20	5,44	5,98	2,15	2,14	2,18	2,41	2,01	3,30	2,30	2,35	2,77	3,80	3,60	5,65	5,75	8,34	19,45	15,23	9,43	9,46	13,16
23	Аргентина	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,76	0,01	1,19	0,01	0,31	1,59	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	4,72
24	Данска	1,73	3,15	3,57	2,26	2,24	2,81	3,39	3,00	4,36	4,61	2,72	2,06	1,90	3,28	2,31	2,78	1,56	3,73	13,83	2,23	4,59	11,94
25	Нидерланди	0,00	0,00	0,00	0,00	0,58	0,58	0,03	16,03	4,95	0,94	0,30	3,08	0,66	0,00	0,31	0,28	0,13	0,05	0,00	0,00	0,06	0,00
26	Романија	12,72	9,94	9,15	9,35	11,16	13,40	3,48	4,11	6,04	1,47	1,10	0,96	0,95	1,39	1,83	4,19	13,38	19,30	33,47	20,04	34,31	46,22
27	Чешка	50,05	29,96	21,18	17,20	6,65	10,76	5,70	5,51	6,00	3,79	2,24	3,18	1,98	3,07	5,36	6,05	10,66	11,33	14,43	9,32	15,34	22,67
28	Унгарија	8,04	5,87	4,10	9,12	11,70	10,76	4,44	4,68	2,96	3,30	1,83	2,58	2,68	2,83	2,19	2,70	6,45	6,74	6,74	7,18	3,83	8,61
29	Естонија	0,58	1,02	2,43	1,40	1,04	0,76	0,30	1,03	2,51	4,09	2,35	2,03	2,31	2,47	2,32	1,71	2,25	3,80	3,36	3,85	3,89	4,91
30	Кипар	0,12	0,41	3,93	4,64	5,96	2,30	2,35	9,02	15,04	15,43	20,92	1,63	0,61	0,50	4,90	5,54	4,30	2,97	5,30	0,22	0,55	0,61
31	Украјина	0,00	0,00	1,04	5,83	17,43	29,24	4,89	2,51	3,88	3,88	3,52	0,47	0,78	0,48	1,78	2,16	2,04	1,80	2,04	2,95	10,12	21,27
32	Канада	5,29	5,54	3,14	1,10	1,49	0,66	0,26	0,74	1,87	0,45	7,48	0,56	0,65	0,49	1,12	1,09	0,97	1,82	1,29	1,37	2,05	3,76
33	Полска	9,91	7,98	6,01	5,63	3,44	4,43	1,92	3,51	4,49	3,96	1,92	0,93	0,90	0,49	2,82	4,04	6,37	11,24	16,80	8,12	24,22	25,32
34	Јапонија	12,39	38,28	17,97	10,68	1,20	1,12	2,27	1,32	2,12	1,76	2,41	3,83	4,33	5,76	2,72	8,40	1,23	0,67	1,29	3,16	0,93	1,11
35	Кина	0,03	0,00	0,00	5,72	0,01	0,03	1,97	0,16	0,17	0,33	0,52	0,50	0,11	14,59	1,36	9,93	1,47	0,59	1,61	3,24	88,18	127,46
36	Хонг Конг	0,04	0,00	0,02	0,55	0,03	0,00	0,00	0,13	0,10	0,17	0,14	0,05	0,10	0,22	0,14	0,06	0,18	0,02	0,09	0,42	0,57	0,74
37	Белорусија	0,03	0,00	0,00	0,97	2,15	3,28	3,32	4,88	1,78	1,31	0,32	0,12	0,11	0,12	0,16	0,30	0,94	2,63	3,09	0,68	3,10	5,10
38	Бразил	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,68	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,94	0,00	0,09	0,04	0,00	0,99	1,90
39	Кореја	7,93	4,28	6,61	13,67	31,04	25,00	0,59	2,19	0,01	0,07	0,00	0,00	0,04	0,12	1,96	1,37	1,65	0,03	0,22	4,63	1,80	19,42
40	Боленија	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Вкупно 1:		1.051,29	970,03	1.145,83	1.019,99	1.051,34	1.177,24	1.132,86	1.218,15	1.283,82	1.157,71	1.299,95	1.130,77	1.093,79	1.281,02	1.647,40	1.920,11	2.383,09	3.248,26	3.963,06	2.285,30	2.827,57	3.737,35
Останати земји		61,50	125,42	52,78	35,71	35,00	26,81	14,58	18,66	26,86	33,56	22,67	26,74	21,73	24,96	28,48	122,19	32,07	50,00	127,58	423,19	523,86	718,02
Вкупно 2:		1.112,79	1.095,45	1.198,62	1.055,70	1.086,34	1.204,05	1.147,44	1.236,81	1.310,68	1.191,27	1.322,62	1.157,51	1.115,53	1.306,99	1.675,88	2.042,30	2.415,16	3.298,27	3.990,64	2.708,49	3.351,43	4.455,37

Извор: Народна банка

Задача:

Година	Број на регулативни промени на годишно ниво	Промет на Берзата во милиони	Извоз на Македонија во милиј.			
	Y	x ₁	x ₂	d _y	d ₁	d ₂
2005	28	145,003	2,042	-19,43	-135,361	-1,148
2006	32	506,99	2,415	-15,43	226,629	-0,775
2007	45	681,605	3,398	-2,43	401,244	0,208
2008	66	202,057	3,991	18,57	-78,304	0,801
2009	38	109,826	2,709	-9,43	-170,535	-0,481
2010	51	95,007	3,351	3,57	-185,354	0,161
2011	72	222,046	4,455	24,57	-58,315	1,265
збирно	332	1962,534	22,361			

Година						
	d ₁ d _y	d ₂ d _y	d ₁ d ₂	d _y ²	d ₁ ²	d ₂ ²
2005	2630.06	22.31	155.39	377.52	18322.60	1.32
2006	-3496.89	11.96	-175.64	238.08	51360.70	0.60
2007	-975.02	-0.51	83.46	5.90	160996.75	0.43
2008	-1454.11	14.87	-62.72	344.84	6131.52	0.64
2009	1608.15	4.54	82.03	88.92	29082.19	0.23
2010	-661.71	0.57	-29.84	12.74	34356.11	0.03
2011	-1432.80	31.08	-73.77	603.68	3400.63	1.60
збирно	-3782.32	84.82	-21.09	1671.68	303650.5	4.85

Година						
	yx ₁	yx ₂	x ₁ x ₂	y ²	x ₁ ²	x ₂ ²
2005	4060.084	57.176	296.10	784	21025.87	4.17
2006	16223.68	77.28	1224.38	1024	257038.86	5.83
2007	30672.225	152.91	2316.09	2025	464585.38	11.55
2008	13335.762	263.406	806.41	4356	40827.03	15.93
2009	4173.388	102.942	297.52	1444	12061.75	7.34
2010	4845.357	170.901	318.37	2601	9026.33	11.23
2011	15987.312	320.76	989.21	5184	49304.43	19.85
збирно	89297.808	1145.375	6248.08	17418	853869.65	75.9

□ = 47,43; просек од x₁ е 280,361; просек од x₂ е 3,19

$$y_i = b_0 + b_1x_{1i} + b_2x_{2i}$$

$$b_1 = \frac{\sum d_2^2 \sum d_1 d_y - \sum d_1 d_2 \sum d_2 d_y}{\sum d_1^2 \sum d_2^2 - (\sum d_1 d_2)^2}$$

$$b_1 = \frac{4,85 * (-3782,32) - (-21,09) * 84,82}{303650,5 * 4,85 - (-21,09)^2}$$

$$b_1 = -0,0112$$

$$b_2 = \frac{\sum d_1^2 \sum d_2 d_y - \sum d_1 d_2 \sum d_1 d_y}{\sum d_1^2 \sum d_2^2 - (\sum d_1 d_2)^2}$$

$$b_2 = \frac{303650,5 * 84,82 - (-21,09) * (-3782,32)}{303650,5 * 4,85 - (-21,09)^2}$$

$$b_2 = 17,44$$

$$b_0 = \bar{y} - b_1 \bar{x}_1 - b_2 \bar{x}_2$$

$$b_0 = 47,43 - ((-0,0112) * 280,361) - 17,44 * 3,19$$

$$b_0 = -5,06$$

$$y'_i = -5,06 - 0,0112x_1 + 17,44x_2$$

$$\begin{aligned} \sum y &= nb_0 + b_1 \sum x_1 + b_2 \sum x_2 \\ \sum x_1 y &= b_0 \sum x_1 + b_1 \sum x_1^2 + b_2 \sum x_1 x_2 \\ \sum x_2 y &= b_0 \sum x_2 + b_1 \sum x_1 x_2 + b_2 \sum x_2^2 \end{aligned}$$

$$R^2 = \frac{b_1 \sum d_1 d_y + b_2 \sum d_2 d_y}{\sum d_y^2}$$

$$R^2 = \frac{-0,0112 * (-3782,32) + 17,44 * 84,82}{1671,69}$$

$$R^2 = 0,910234$$

$$R = 0,95406$$

Парцијална корелација:

$$r_{x_1 y} = \frac{n \sum x_1 y - \sum x_1 \sum y}{\sqrt{n \sum x_1^2 - (\sum x_1)^2} \sqrt{n \sum y^2 - (\sum y)^2}}$$

$$r_{x_1 y} = \frac{7 * 89297,808 - 1962,534 * 332}{\sqrt{(7 * 853869,65) - 1962,534^2} \sqrt{7 * 17418 - 332^2}}$$

$$r_{x_1 y} = -0,17$$

$$r_{x_2 y} = \frac{n \sum x_2 y - \sum x_2 \sum y}{\sqrt{n \sum x_2^2 - (\sum x_2)^2} \sqrt{n \sum y^2 - (\sum y)^2}}$$

$$r_{x_2 y} = \frac{7 \cdot 1145,375 - 22,361 \cdot 332}{\sqrt{(7 \cdot 75,9) - 22,361^2} \sqrt{7 \cdot 17419 - 332^2}}$$

$$r_{x_2 y} = 0,98$$

$$r_{x_1 x_2} = \frac{n \sum x_1 x_2 - \sum x_1 \sum x_2}{\sqrt{n \sum x_1^2 - (\sum x_1)^2} \sqrt{n \sum x_2^2 - (\sum x_2)^2}}$$

$$r_{x_1 x_2} = \frac{7 \cdot 6248,08 - 22,361 \cdot 1962,534}{\sqrt{(7 \cdot 953969,65) - 1962,534^2} \sqrt{7 \cdot 75,9 - 22,361^2}}$$

$$r_{x_1 x_2} = -0,0181$$

Кога го одземеме влијанието на факторот x_2 :

$$r_{y x_1 x_2} = \frac{r_{yx_1} - r_{yx_2} r_{x_1 x_2}}{\sqrt{(1 - r_{yx_2}^2)} \sqrt{(1 - r_{x_1 x_2}^2)}}$$

$$r_{y x_1 x_2} = \frac{-0,17 - 0,98 \cdot (-0,018)}{\sqrt{(1 - 0,98^2)} \sqrt{(1 - 0,018^2)}}$$

$$r_{y x_1 x_2} = -0,7694 \text{ (инверзна умерена врска меѓу } x_1 \text{ и } y)$$

Кога го одземеме влијанието на факторот x_1 :

$$r_{y x_2 x_1} = \frac{r_{yx_2} - r_{yx_1} r_{x_1 x_2}}{\sqrt{(1 - r_{yx_1}^2)} \sqrt{(1 - r_{x_1 x_2}^2)}}$$

$$r_{y x_2 x_1} = \frac{0,98 - (-0,17)(-0,018)}{\sqrt{(1 - (-0,17)^2)} \sqrt{(1 - (-0,018)^2)}}$$

$$r_{y x_2 x_1} = 0,992 \text{ (помеѓу } x_2 \text{ и } y \text{ има висока корелациона врска)}$$

Заклучоците од пресметката се дека 91% од варијабилноста на y т.е. на годишното менување и донесување закони и законски измени се под влијание на x_1 и x_2 односно се под влијание на тргувањето на берзата и нивото на извоз на земјата, останатите 9% се од други фактори.

За сметка на ова вториот дел на истражувањето покажува дека помеѓу x_1 и y има инверзна умерена врска (-0,7694), додека помеѓу x_2 и y , односно помеѓу законите и извозот има висока корелациона врска која е прикажана од резултатот 0,992.

Толкувањето на истражувањето може да се насочи кон тоа дека законските варијации во Македонија во доменот на економијата се насочени кон извозното работење и покривање на земјата во светските стандарди. Од друга страна, земјата поради својата големина, односно гореспоменатото терминско определување „мала“ како „основна“, и овде преку бројки покажува дека берзанското тргување такво какво што е базирано на акции и обврзници нема потреба од некои чести и значајни промени. Сепак, иднината прашува нема ли воведувањето на финансиски иновации да претставува поле за многу малверзации, затоа што законски недоволно е поткрепено, а сепак е законски дозволено.

Понатаму, ова истражување треба да се земе со резерва поради фактот што вклучува широк домен на законски промени и регулативи, а не само оние кои го контролираат берзанското или банкарското работење, а од друга страна извозот вообичаено е составен од материјални производи. Поради ова, иднината на регулирањето на финансискиот пазар треба да е особено ажурна на иновациите и кога ќе добијат форма на инструменти и кога ќе добијат форма на начин на работење.

Иднината на работата на финансискиот пазар треба да се разгледува одделно по дејности. Така како насока за иднината на македонската економија, НБРМ преку Советот на Народна банка на Република Македонија преку седници донесува одлуки со кои го насочува своето работење согласно со потребите. При што донесена е Одлука за методологијата за утврдување на адекватноста на капиталот, со која се пропишува начинот на пресметка на капиталот што им е потребен на банките за покривање на кредитниот ризик, оперативниот ризик, пазарните ризици и валутниот ризик, како и начинот на пресметка на нивните сопствени средства. Пресметката на капиталот потребен за покривање на кредитниот ризик се заснова врз т.н. стандардизиран пристап согласно со Базел II. Според овој пристап, капиталот потребен за покривање на кредитниот ризик, којшто произлегува од билансите и вонбилансите побарувања на банките, се утврдува според кредитниот рејтин што му е доделен на должникот или на побарувањето од страна на признати надворешни институции за процена на кредитниот ризик или врз основа на кредитниот ризик на земјата во која се наоѓа

седиштето на должникот. За разлика од кредитниот ризик при пресметката на капиталот потребен за покривање на валутниот ризик, пазарните ризици и оперативниот ризик, не се извршени позначајни измени во однос на постојната одлука.

Покрај овие новини, како идна насока треба да послужат и податоците дека со новата одлука се вршат и одредени измени во начинот на дефинирање на сопствените средства на банките. Измените се направени заради зајакнување на квалитетот на сопствените средства и се дел од активностите за примена на капиталните стандарди дефинирани со најновите измени на Базелската капитална спогодба (Базел III). Новата одлука за банките ќе почне да се применува од 1.7.2012 година.

На седницата на Советот на НБРМ била донесена и Одлуката за изменување и дополнување на Одлуката за начинот и условите под кои резидентите кои не се овластени банки, можат да отвораат и да имаат сметки во странство. Со измената на Одлуката ќе се овозможи резидентите, правни и физички лица да можат да отвораат и да имаат кориснички сметки во електронски сервиси за платежни трансакции исклучиво заради комерцијални цели, односно за купување/продавање стоки и услуги по електронски пат.

Воопшто, во Македонија согласно со очекувањата, во четвртиот квартал на 2011 година дошло до забавување на активноста во економијата, при што бруто-домашниот производ остварил мал реален пораст од 0,2% на годишна основа. За целата 2011 година, растот на економската активност изнесува 3%, што претставува забрзување во споредба со претходната година. Гледано според структурата, економскиот раст во 2011 година во најголема мера произлезе од инвестициската и извозната побарувачка. Сепак, при притисоци врз увозот, нето-извозот имаше негативен придонес кон растот, наспроти позитивниот придонес на домашната побарувачка. Последните расположливи податоци за билансот на плаќања покажуваат суфицит во тековната сметка од 0,2% од БДП во последното тримесечје на 2011 година, што претставува подобрување на тековното салдо од 2 процентни поена од БДП на годишна основа, главно како резултат на невообичаено поволните остварувања кај тековните трансфери во овој период. Во капитално-финансиската сметка беа остварени нето приливи од 2,7% од БДП, кога беа остварени приливи врз основа на странски директни инвестиции (од 126 милиони евра или 1,7% од БДП) и дополнително задолжување на државата врз основа на Договорот за гаранција заснована врз политики меѓу Република Македонија и

Светската банка (од околу 130 милиони евра). Во услови на стеснување на трговскиот дефицит во јануари и задржување на поволните движења на менувачкиот пазар и во текот на првите два месеца од 2012 година, на 29.2.2012 година бруто-девизните резерви изнесуваа 2.061,8 милиони евра, што претставува минимално намалување од 7,1 милион евра во однос на крајот на претходната година. Во февруари 2012 година вкупните депозити и вкупните кредити на банките, на годишна основа, беа повисоки за 9,2% и 8,3%, соодветно, што значи натамошен раст на овие агрегати на годишна основа, но сепак со поумерена динамика во споредба со претходниот месец.

Рагледувања има во доменот на внатрешната ревизија во 2011 г. и останати прашања кои треба да даваат насоки за идното работење¹⁷⁵.

Сите погоре согледани податоци за македонската економија, како и насоки и тенденции треба да претставуваат патоказ за насочување не само на економијата и нејзино заживување, туку и на регулацијата и нејзината адекватност.

Насоките за идното работење согласно анализите на опкружувањето, состојбите и можностите мора да се зацврстени за да потпомогнат заживување на македонската економија.

¹⁷⁵ Извор: НБРМ, Соопштение, 29.3.2012, Скопје

ЗАКЛУЧОК

Компоненти на финансискиот сектор се финансиските институции и инструменти, а тие заедно формираат финансиски пазари. Финансиските институции како што покажа анализата можат да се делат на различни основи. Овде се анализирани по термиолошкиот аспект, кој вообичаено знае да создаде забунливи и лицата кои не се стручни во областа на економијата, токму поради именувањето на институцијата може да се случи да ја вметнуваат во група во која таа не припаѓа. Институциите во основа се делат на депозитни и недепозитни. Во неразвиените економии финансискиот сектор се потпира на депозитната институција – комерцијална банка, додека развиените економии се обележани со најразлични форми на институции кои реализираат најразлични финансиски активности. Некои од институциите се специјализираат на одредена дејност, додека постојат финансиски системи кои овозможуваат создавање на институции кои покриваат спектар на активности. За сите институции е карактеристично тоа што извршуваат определени активности преку и/или со инструмент кој може да е класична хартија од вредност (акција или обврзница, депозит или кредит и сл.) или може да е финансиски дериват (инструмент изведен од базата на некој друг финансиски инструмент). Трудот евидентира дека е забележан веќе познатиот тренд, во неразвиените и во земјите во развој да се употребуваат основните форми на хартии од вредност, а во развиените економии се пројавуваат инструменти кои се пософистицирани, кои се хибриди и кои имаат различна рочност. Од друга страна и животните векови на употреба на овие инструменти се различни. Класичните инструменти се употребувале и се употребуваат, додека поновите форми бележат разни текови. Некои од нив се создаваат, доживуваат бум, а потоа ги снемат, некои одржуваат одреден тренд на користење, но во никој случај неспоредлив со класичните инструменти.

Финансиските инструменти и институции својата цел ја постигнуваат затоа што имаат простор каде што можат да се реализираат. Местото на реализација на овие субјекти односно објекти е овозможена на пазарот на пари, на капитал, на инвестициони пазари, а во поново време пројавување и на останати форми на пазарно работење.

Финансискиот систем функционира на принципот на интегрирање на целина, односно на интегрирање на интерактивните внатрешни и надворешни единици.

Финансискиот систем е целина која работи во опкружување на кое што тој делува, но и од кое попримува влијанија. Глобализацијата, пристапноста на економските системи, како и развојот на техничко-технолошката индустрија прават финансиите да се интегрирани. Глобализацијата од една страна овозможува отвореност на границите, но од друга страна се критикува затоа што анализите покажуваат дека се евидентирани трендови богатите земји да се збогатуваат на сметка на сиромашните. Независно од ова, отвореноста на економиите предизвикува трансфер на ефектите (било да се позитивни или се негативни). Така, повеќе од половината од порастот на нето позајмувањата на американскиот нефинансиски сектор од средината на 1980 година па наваму се реализирани преку странско кредитирање, а колапсот на хипотекарните пазари имаше глобални ефекти на финансиските и на стоковите пазари. Заради ова потребно е што попрецизно да се дефинира кога финансиската глобализација допринесува за покачување на и така високите постојни задолжувања на економиите и кога кредитните шокови се рефлектираат и во банкарските национални и странски биланси. Искуството покажува дека само индустриските земји имаат постигнато подобра поделба на ризикот во последниот период од глобализацијата. Земјите во развој во голема мера се исклучени од овој бенефит. Дури и земјите кои рапидно се развиваат (а припаѓаат на источно азискиот блок) и кои ја редуцираа капиталната контрола и спроведоа големо зголемување на меѓународните капитални текови, осетија само мала промена на нивната способност на поделба на ризикот. Зошто е тоа така, релативно може да се одговори со претпоставката дека составот, структурата на тековите може да помогне во ова објаснување. Портфолиото на долгот, кој имал доминантно учество на екстерното задолжување на повеќето земји кои нагло се развија и имаат огромен економски потенцијал, не води кон поделба на ризикот. Значи структурата на инструментите во ова портфолио не е заштитена од ризик, туку напротив со глобализацијата е поврзана со него. Затоа отвореноста на финансискиот пазар треба добро да се ревидира и евидентира.

Токму поради ревидирањето и комплетната евиденција, како и 24 часовната достапност на пазарот, техничко-технолошкиот развој (особено на интернет технологиите) овозможува паралелно движење со глобализациските трендови. Денес технологиите овозможуваат скоро секој човек да има пристапност на една заедничка платформа, реализирана од персонален компјутер (во поново време од мобилен телефон) со што сите можат да се најдат на одредена локација без физичка промена на локацијата, а некогаш и без подготвителни процедури.

Овие промени предизвикуваат пристапот на финансиските институции кон финансиските пазари да се менува. Денес сè почесто се зборува за е-финансии, за е-банкарство, за услужни дејности, за маркетинг. Електронското тргување е одлика на развиените економии, но нејзиното проширување е прилично прогресивно. Во финансискиот домен тоа бара одредени процедури и се појавува како предизвик пред институциите. Предизвик пред институциите е примената на нови инструменти кои се користат во работата, но и примена на нови методи. Финансиските деривати се јавуваат во 80-тите години на минатиот век, што и не е далечно минато, а до денес ги има во толку облици, комбинации и хибридни форми што некогаш е и тешко да се разграничи по кој основ тие се класифицираат како поразлични од останатите инструменти. Во врска со методите на работење мора да се заклучи дека светот на финансиите е електронски преориентиран, но во тоа работење се провејува нишка на страв од комплетна имплементација, поради тоа што забележаните импулси не се физички дофатлив документ кој е гаранција за нешто. Затоа експертите постојано работат на усовршување на електронското потпишување, траги, енкрипција, лозинки и слични прашања со кои безбедноста ќе биде што е можно повеќе покриена. За да се одговори со поцелосна заштита таа е поделена при процесот на трансмисија и при процесот на процесирање. Целокупната имплементација на е – финансиите во приватниот сектор и со долгогодишното искуство на истото, како и е – плаќањето, техничкиот и проект менаџментот, предизвика имплементација на е – финансиите и од владините структури. Посебно во ова се застапени министерствата за финансии и нивните ограноци. Од аспект на електронското банкарство може да се заклучи дека интернет банкарството, АТМ и телефонското банкарство се супститути. Тие опфаќаат потрошувачи со сличен профил, но сепак интернет банкарството постигнува поголем успех од класичното банкарство и филијалите. Знаејќи ги ваквите односи економијата треба да се насочува кон искористување на овие два домена (класична филијала и интернет банкарство) како комплементарни елементи кои ќе дојдат поблиску до корисникот и неговите барања, а секако во предвид треба да се земат типовите на трансакции кои се извршуваат преку електронското банкарство, затоа што не сите активности се исти. Преку различните канали не можат да се вршат сите банкарски функции (девизно работење, кредитни картички, кредити, исплаќања и сл.)

Имплементација на соодветна технологија која го подржува електронското работење е исто толку значајна, како самата примена на електронското банкарство, од причина што развојот и унапредувањето на технологиите допринесува за развој и

унапредување на постоечките и создавање на нови банкарски канали. За сите, развојот зависи од согледаната корисност, едноставност на употребата, персоналните иновативности и согледаниот ризик.

Електронското работење се повеќе е белег на финансиското работење, а поради отвореноста на интернет платформата и бројот на потенцијални учесници во финансискиот сектор тој услужно се ориентира. Проекциите покажуваат зголемување на услужната ориентираност, но после настанатата криза од 2007 година, проблематиката се насочува кон тоа колку и какви услуги им се потребни на потрошувачите и дали реално има потреба од толкава диференцираност со која обезбедувајќи се од ризикот всушност се запаѓа во поголеми замки. Посебно што, треба да се внимава на тоа дека потрошувачите и корисниците треба да се одржуваат преку искуството. Тие се задржуваат со едноставност и ефикасност, а зголемувањето на иновациите кај и за финансиските инструменти може само да предизвика нивно одвлекување, поради зголемените трошоци и зголемената сложеност на употреба. Со иновирањето треба да се работи внимателно преку стратегии и процеси, преку луѓе, системи и бизнис партнери, преку активирање на добри идеи кои истовремено се тешки за копирање од останатите компании, со што ќе се стекне конкурентска предност.

Сите овие претходно споменати ефекти, посебно затоа што се финансиски мора да бидат регулаторно покриени, затоа што саморегулацијата (и покрај тоа што многу автори стојат аргументирано зад ставот дека е очигледна и треба да функционира) не се покажа како најрелевантен клуч. Потребата од финансиската регулација стои поради функционирањето на економските системи, а се проширува со секое проширување на финансискиот систем. Сите финансиски иновации, независно дали тоа се модели или се инструменти мора ажурно да се приклучат на регулаторниот режим. И неразвиените и развиените земји покажуваат слабост токму на ова прашање, иако слабостите се од различен карактер. Токму таа слабост и неажурност, денес се смета за виновник за настанатите економски нерамнотежи кои се провејуваат од 2007 година наваму.

Светската економија по Втората светска војна доживеала повеќе кризи, но последната (2007-) во значаен дел се должи на финансиските иновации и на потценување на нивните ефекти.

Во 2007 година приближно половина од сите хипотеки, корпоративни обврзници и (ливеризицирани) заеми во САД ја реализираа својата работа преку

секјуритизација. Овој податок е објавен од американскиот форум за секјуритизација (American Securitization Forum ASF), а тој заедно со анализи од Европа и Австралија излегува со податокот дека многу од фирмите кои креираа најкомплексни производи настрадаа поради тоа што некомплетно ги разбрале мерките за мониторинг или не биле во способност да ги користат истите за да менаџираат со ризикот. Од овие причини нов домен на активности на финансиските институции треба да биде изнаоѓањето начин и изнаоѓањето соодветна улога на секјуритизацијата и воопшто на финансиските иновации кои со своето такво функционирање нема повторно да детонираат.

Се постави дека има јаз во регулацијата кој успеа да заземе толкав радиус да светот и денеска се опоравува од паѓањето во него. Тајмингот, односно времето кога нешто ќе се примени, во економските принципи и закони е многу значаен. Постојат две гледишта на однесување. Според едното – однесување кое не брза да изврши затегнување преку легислативата затоа што пазарните механизми се доволно сензитивни и автономни и другото – кое врши мерења на употребата и способноста на применетите новитети, за системот да не добие удар од неочекуван тек, но за жал мерењата се покажаа како нереални, субјективни. За случувањата и мерките кои се преземаат после светските економски нарушувања постојат загрижувања дека очекувано лесната политика би можела да влијае на очекувањата за поголема инфлација, кои е тешко да се избришат кога веќе еднаш се интегрираат во бизнис и потрошувачкото однесување. Влијанието на однесувањето на потрошувачите, како и влијанието на очекувањата можат да извршат многу голем удел во методите на работење кои ги користат финансиските институции.

Насочувањето на регулацијата во иднина мора да биде внимателно затоа што пак презаштитничкиот пристап на работење може да создаде погрешна слика дека се дозволува сè, а на крај се простува по цена на џебот на граѓанинот.

Во светската економија финансиските иновации и нивната употреба (дејство) имаат критична точка во периодот 2006-2008 година после кој се забележува значаен пресврт. Нивото на задолжување во овие години е максимално. После овој период економијата ја прати состојба во која банкарството во сенка бележи тренд на опаѓање (за сметка на традиционалното), ненаплатените побарувања растат независно нивната покриеност со недвижности, изворите на финансирање се менуваат од заштеди и кредити кон државни институции.

Затоа темата на овој труд се поставува како светско прашање и се тежнее кон составување и имплементација на светски стандарди за работење. Колку стандардите

ќе се покажат како возможни, лабави или прстегнати ќе покаже иднината. Финансиската регулација мора да одговори реално на електронските финансии, на финансиските деривати и иновации и на меѓународното тргување како на сигнификантен предизвик.

Последниот заклучок за овој труд треба да се изведе од делот за Македонија. Земја која се карактеризира со многу едноставен финансиски пазар, стриктно банкарски регулиран, но берзански недоволно активен и развиен. Од тој аспект и регулацијата треба да се поставува на рамки кои ќе можат да издржат влез на нови иновации и методи на работење. Законските варијации во Македонија во доменот на економијата се насочени кон извозното работење и покривање на земјата со светските стандарди. Од друга страна, земјата поради својата големина, односно нејзиното определување како „мала“ и по финансиска структура како „основна“, покажува дека берзанското тргување такво какво што е базирано на акции и обврзници нема потреба од некои чести и значајни законски промени. Сепак, иднината прашува нема ли воведувањето на финансиски иновации да претставува поле за многу малверзации, затоа што законски недоволно е поткрепено, а сепак е законски дозволено.

Македонското законодавство кое се однесува на финансиските деривати (иновации) и електронското работење може да трпи промени односно проширувања со кои ќе биде опфатен поголем и покомплексен начин на тргување и работење. Овој начин на тргување треба да се постави така што ќе го олесни економскиот просперитет на земјата, а не да предизвикува недоумици и недоверба. Со тоа, односно со здрав регулаторен и стабилен систем земја како Македонија полесно ќе може да привлече странски капитал, а и да создаде цврсто тло за равивање на здрав и стабилен внатрешен производствен и финансиски систем.

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

1. **Aalbers Manuel B.** *The Globalization and Europeanization of Mortgage Markets [working paper]*. – United Kingdom: Joint Editors and Blackwell Publishing Ltd., 2009
2. **ABA Bank Marketing, USA**
3. **Ackerman Ruthie** *Bank Channel Growing In Life Insurance Sales [article]*. – USA: *American Banker*; 1/20/2010, Vol. 175 Issue 10, p9-9, 1/2p
4. **Ackerman Ruthie** *Market's Rebound No Fix For Target – Date Portfolios [article]*. – USA: *American Banker*; 1/8/2010, Vol. 175 Issue F301, p5-5, 2/5p, 1 chart
5. **Adler Joe** *GAO: Regulators Should Return to Drawing Board on Basel II [article]*. – USA: *American Banker*; 7/23/2009, Vol. 174 Issue 140, p6-6, 1/2p
6. **Agarwa Reeti, Rastogi Sanjay, Mehrotra** *Customers perspectives regarding e – banking in an emerging economy [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2009
7. **Ahamed Liaquat** *Lords of finance, the Bankers who broke the World [book]*. – USA: Penguin Group, New York, 2009
8. **Alexander Kern, Dhumale Rahul, Eatwell John** *Global Governance of Financial Systems the international regulation of systematic risk [book]*. – USA, Oxford University Press Inc., New York, 2006
9. **Andreasen Alan R.** *Social Marketing in the 21st century [book]*. – USA: Sage Publications Inc., 2006
10. **Anning Paul** *Lovells e – finance: Law and regulation [book]*. – USA: LexisNexis, 2003
11. **Appel Gerarld** *Beating the market, 3 months at a time: a proven investing plan everyone can use [book]*. – England: FT Press, 2008
12. **Argouslidis Paraskevas C.** *Determinants of the speed of elimination decision making in financial services [working paper]*. – USA: Emerald Group Publishing Limited, 2006
13. **Aspan Maria** *Tightening Screws on Tax Loans [article]*. – USA: *American Banker*; 1/12/2010, Vol. 175 Issue 6, p1-5, 2p
14. **Asset Securitization Report** *Regulation proposals say More of the Same [article]*. – USA: SourceMedia, Inc., July 2009

15. **Au Yoris A., Kauffman Robert J.** *The economics of mobile payments: Understanding stakeholder issues for an emerging financial technology application [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2007
16. **Augen Jeff** *The Volatility Edge in Options Trading: New Technical Strategies for Investing in Unstable Markets [book]*. – England: FT Press, 2008
17. *Authentication in an Internet Banking Environment [working paper]*. – Federal Financial Institutions Examination Council, 2001
18. **Babbage Charles** *Statistics of the clearing house – during the year 1839 (an appendix on the London and New York clearing houses and on the London railway clearing house) [book]*. – England: ESQ. F.R.S. John Murray Albemarle Street London, 1856
19. **Badenhausen Kurt** *Good Banks, Bad Banks [article]*. – USA: Forbes; 1/18/2010, Vol. 184 Issue 13, p29-29, 1/2p
20. **Bakker Theodoor, Nurmansyah Emir** *New investment law [article]*. – USA: International Financial Law Review; Sep2007, Vol. 26 Issue 9, p63-64, 2p
21. **Balaban Dan** *Nonbanks Getting a Foot In Europe's Payment Door [article]*. – USA: American Banker; 5/6/2009, Vol. 174 Issue 86, p4-4, 3/5p
22. **Balling M., Liermann F., Mullineux A.** *Technology and Finance – challenges for financial markets, business strategies and policy markets [book]*. – England: Routledge, London, New York, 2002
23. **Balling Morten, Hochreiter Eduard H., Hennessy Elizabeth** *Adapting to Financial Globalization [book]*. – England: Routledge, 2001
24. **Balling Morten, Lierman Frank, Mullineux Andy** *Technology and Finance – challenges for financial markets, business strategies and policy makers [book]*. – UK: Routledge Taylor & Francis Group, 2003
25. **Baltensperger E; and Dermine J.** *Banking Deregulation in Europe [book]*. Economic Policy 2003,
26. *Bank for International International banking and financial market developments [working paper.]*, February 2003
27. **Bank Investment Consultant** *Primo Offers Actively Managed ETF, a First [article]*. – USA: American Banker; 11/19/2009, Vol. 174 Issue 209, p6-6, 1/5p
28. *Bank Marketing – international [working paper]*. – UK: VRLpublishing Ltd, 2006
29. **Banz Rolf and Clough Sarah** *Globalization Reshaping World's Financial Markets [working paper]*. – United Kingdom: Journal of Financial Planning / April 2002

30. **Baron Neil Pay**, *Rating Practices Recipe for a New Crisis* [article]. – USA: *American Banker*; 1/6/2010, Vol. 175 Issue 3, p9-9, 3/5p
31. **Barron William F., Radtke Gerhard, Pan Jason** *Making sense of the regimes* [article]. – USA: *International Financial Law Review*; Jun2009, Vol. 28 Issue 6, p30-30 1p
32. **Barth James R., Caprio Gerard Jr., Levine Ross** *Rethinking Bank Regulation* [book]. – Great Britain: Cambridge University Press, 2008
33. **Barth, James R., Nolle Daniel E. and Rice Tara N.** *Commercial banking structure, regulation, and performance: an international comparison* [Working Paper (draft)]. - Office of the Comptroller of the Currency, 2003
34. **Basel Committee on Banking Supervision** *High-Level Principles for the Cross-border Implementation of the New Accord* [working paper]. Basel, 2003
35. **Basle Committee on Banking Supervision** *An internal model-based approach to market risk capital requirements* [working paper]. - Bank for International Settlements, April 1995
36. **Baums Theodor, Cahn Andreas** *Hedge Funds – risk and regulation* [book]. – German: De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags – GmbH Berlin, 2003
37. **Bayesianheresy Marshal Jevons** *Three models of financial regulation* [paper], april 5, 2008
38. **Baz Jamil & Chacko George** *Financial Derivatives – pricing, applications and mathematics* [book]. – Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge, 2004
39. **Bennik, H. A. and Benston G. J.** *The future of banking regulation in developed countries: lessons from and for Europe* [mimeo]. - 2000
40. **Berger A.N, Hunter W.C, and Timme, S.G** *The efficiency of financial institutions: a review and preview of past,present and future.* - *Journal of Banking and Finance*, 17, 1993
41. **Bergeron Jasmin, Roy Jasmin, Fallu Jean – Mathieu** *Pleasantly Surprising Clients : A Tactic in Relationship Marketing for Building Competitive Advantage in the Financial Services Sector* [working paper]. – Canada: *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 2008
42. **Bernanke Ben Fed Chairman** *Calls for Increased Regulation, Oversight.* - *Mortgage News Daily*, May 7 2009

43. **Bersimas Dimitris, Kogan Leonid, Lo Andrew W.** *Hedging Derivative Securities and Incomplete Markets: an E- arbitrage Approach [working paper]*. – USA: *Operations Research*, vol. 49, no. 3, May – June 2001
44. **Bing Stanley** *Fourth-Quarter Yearnings [article]*. – USA: *Fortune International (Europe)*; 12/21/2009, Vol. 160 Issue 11, p80-80 1p
45. **Bingham N. H. and Rudiger Kiesel** *Risk – Neutral Valuation – pricing and hedging of financial derivatives – second edition [book]*. – UK: Springer, 2004
46. **Blake David** *Pension Economics [book]*. – United Kingdom: John & Wiley Sons Ltd., 2006
47. **Blumenberg Stefan, Wagner Heinz – Theo, Beimborn Daniel** *Knowledge transfer processes in IT outsourcing relationships and their impact on shared knowledge and outsourcing performance [working paper]*. – Germany: Elsevier Ltd., 2009
48. **Blumenberg Stefan, Wagner Heinz – Theo, Beimborn Daniel** *Knowledge transfer processes in IT outsourcing relationships and their impact on shared knowledge and outsourcing performance [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2009
49. **Bodie Zvi (Boston University), Merton Robert C. (Harvard University)** *Finance preliminary edition [book]*. – USA: Prentice Hall Inc., New Jersey, 1998
50. **Bozina Marta** *Reforma financijske regulative Evropske unije – Analiza uloge prava na suvremenom financijskom trzistu [article]*. – Croatia: *Ekonomski Pregled* 60 1-2 50-74, 2009
51. **Bradley A.Smith** *Campaign Finance Regulation, faulty Assumptions and Undemocratic Consequences*
52. **Bradlow Eric T., Niedermeirer Keith E., Williams Patti** *Marketing for Financial Advisors [book]*. – USA: The McGraw – Hill Companies Inc., 2009
53. **Braun Robert** *Nafcu's marketing and Advertising Regulatory Guide for Credit Unions [book]*. – Sheshunoff & Co, 1995
54. **Breuer Wolfgang, Hauten Guido, Kreuz Claudia** *Financial instruments with sports betting components: Marketing gimmick or a domain for behavioral finance [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2009
55. **Brownbridge Martin and Kirkpatrick Colin** *Financial Regulation in Developing Countries [working paper]*. – USA: Routledge, 2009
56. **Bruce Ho Chien – Ta, Dash Wu Desheng** *Online banking performance evaluation using data envelopment analysis and principal component analysis [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2009

57. **Buffet Warren, Buffet Mary & Clark David** *Interpretation of Financial Statement [paper]*. – USA: Division of Simon & Schuster Inc., New York, 2008
58. **Bullard James, Neely Christopher J., Wheelock David C.** *Systemic Risk and the Financial Crisis: A Primer [working paper]*. – USA: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October 2009, 91 (5, Part 1), pp 403-17
59. **Business Source** *Chinese regulator prompts more derivatives advice [article]*. – USA: *International Financial Law Review*; Dec2009, Vol. 28 Issue 11, p19-19, 1p
60. **Business Source Premier** *Fixing finance [article]*. – Great Britain: *Economist*; 1/24/2009, Vol. 390 Issue 8615, special section p20-22, p3
61. **Business Source Premier** *FSA buy-to-let regulation aims to protect amateur landlords [article]*. – Great Britain: *Estate Gazette*; 10/24/2009, Issue 942, p34-34, 1/5p
62. **Business Source Premier** *FSA gives investors upper hand with tough mortgage rules [article]*. – Great Britain: *Euroweek*; 10/23/2009, Issue 1127, p59-60, 2p
63. **Business Source Premier** *Illiquid financial instruments [article]*. – Italy: *International Financial Law review*; Apr2009, Vol. 28 Issue 4, p40-40, 1p
64. **Business Source Premier** *SOA and the Commoditization of the Straight Through Process [article]*. – United Kingdom: *Global Investor*; Dec2007/Jan2008, Issue 208, p18-18, 1p
65. **Business Source Premier** *Walk, don't run [article]*. – USA: *Economist*; 7/11/2009, Vol. 392 Issue 8639, p76-76, 1p
66. **Calisir Fethi, Gumussoy Cigdem Altin** *Internet banking veruz other banking channels: Young consumers view [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2008
67. **Calomiris Charles W.** *Financial Innovation, Regulation and Reform [working paper]*. – 2009
68. **Calvet Laurent E., Gonzalez – Eiras Martin, Sodini Paolo** *Financial Innovations, Market Participation and Asset Price [NBER Working Paper No. W9840]*. – July 2003
69. **Calvo Guillermo A., Izquierdo Alejandro, Mejia Luis – Fernando** *Systemic Sudden Stops: the Relevance of Balance – sheet Effects and Financial Integration [working paper 14026]*. – Great Britain: National Bureau of Economics Research, Cambridge, May 2008
70. **Calzolari G. and Loranth G.** *Regulation of Multinational Banks, a Theoretical Inquiry [book]*. – 2005

71. **Capie Forrest, Blodhart Charles, Fischer Stanly, Schadt Norbert** *The Future of Central Banking – The Tercentenary Symposium of the Bank of England [working paper]. – England: Press Syndicate of University of Cambridge, 1994*
72. **Carletti E. and Hartmann P.** *Competition and Stability : What’s Special about Banking “ in Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets: Essays in Honour of Charles Goodhart, ed. P. Mizen, Cheltenham [book]. – USA: Edward Elgar, 2003*
73. **Carter Sandy** *The New Language of Business: SOA & Web 2.0 [book]. – USA: IBM Press, 2007*
74. **Chisholm Andrew M.** *Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options [book]. – USA: John Wiley & Sons, 2004*
75. **Chiu Rebecca L.H.** *Globalization and Localization: Economic Performance and the Housing Markets of the Asian Tigers since the Financial Crisis [working paper]. – USA: Housing Finance International, March 2006*
76. **Ciro Tony** *Derivatives Regulation and Legal Risk [book]. – Euromoney Institutional Investor, 2004*
77. **Claessenes Stijn, Glaessner Thomas, Klingebiel Daniela** *Electronic Finance – A New Approach to Financial Sector Development? [book]. – USA: World Bank, Washington D.C., 2002*
78. **Claessens Stijn** *Current challenges an Financial Regulation [research paper4103]. - World Bank Policy, December 2006*
79. **Claessens Stijn, Underhill Geoffrey R. D., Zhang Xiaoke** *The Political Economy of Basle II: The Costs for Poor Countries [working paper]. – USA: Blackwell Publishing Limited, 2009*
80. **Cohan William D.** *House of Cards – a tale of hubris and wretched excess on Wall street [book]. – USA: Knoph Doubleday Publishing group, 2009*
81. **Congress Office Technology Assesment** *Effects of Information Technology on Financial Services Systems [book]. – USA: Washington DC, 1984*
82. **Cooper Andrew F., Hughes Christopher W., De Lombaerde** *Regionalization and global governance: the taming of globalization? [book]. – England: Routledge Ltd., 2007*
83. **Cooper James C.** *The FED: A Whole New Playbook for Tightening [article]. – USA: Business Week, 11/16/2009, Issue 4155, p22-22, 1p*

84. **Coughlin Joseph F., D'Ambrosio Lisa** *Seven myths of financial planning and baby boomer retirement [practice article]*. – USA: *Journal of Financial Services Marketing* (2009) 14, 83-91. doi:10.1057/fsm.2009.10
85. **Crain Rance** *Inconspicuous consumption will motivate consumers in next decade [article]*. – USA: *Advertising Age*; 1/4/2010, Vol. 81 Issue 1, p12-12, 2/5p
86. **Cronin Mary J.** *Banking and Finance on the Internet [book]*. – Canada: John Wiley & Sons, 1998
87. **Croxford Hugh** *The art of better retail banking: supportable predictions on the future of retail banking [book]*. – United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd., 2005
88. **Culp Christopher L.** *Corporate aftershock: the public policy lessons from the collapse of Enron and other major corporations [book]*. – England: J.Wiley, 2003
89. **Das Sctyajit** *Derivative Products & Pricing [book]*. – USA: John Wiley & Sons, Singapore, 2006
90. **Datta Saheli** *A Mind Reading Security Check [article]*. – United Kingdom: *Business 2.0*; Apr2007, Vol. 8 Issue 3, p 39-39, 1/2p, 1 color
91. **Davies Howard & Green David** *Global Financial Regulation the Essential Guide [book]*. – USA: Norton & Company Inc., 2008
92. **De la Mothe John, Paquet Gilles** *Finance and the technology – trade nexus [working paper]*. – United Kingdom, Pergamon, 1998
93. **De La Torre Augusto, Schmukler Sergio L.** *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience – Latin American Development Forum [book]*. – USA: Stanford University Press – World Bank, 2007
94. **Doran James S., Peterson David R., Wright Colby** *Confidence, opinions of market efficiency, and investment behavior of finance professors [working paper]*. –United Kingdom: Elsevier Ltd., 2009
95. *Down on the Streets [paper]*. – *The Economist*, 25 November 2006
96. **Dreck Mindles H.** *Derivatives and Regulation [paper]*. – *Asymmetrical Information*, 22.01.2002
97. **Driebusch Corrie** *SEC, CFTC Face Hurdle To Fill Positions [article]*. – USA: *Wall Street Letter*; 11/9/2009, Vol. 41 Issue 44, p17-17, 1p
98. **Duchesne Pierre, Pacurar Maria** *Evaluating financial time series models for irregularly spaced data: A spectral density approach [workin paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2006

99. **Duffie Darrell** *Innovations in Credit Risk Transfer: implications for financial stability [BIS Working Paper No 255]*. – Monetary and Economic Department, July 2008
100. **Editorial** *Options have a future [article]*. – USA: *Economist*; 11/14/2009, Vol. 393 Issue 8657, p16-16, 3/4p
101. **Editorial** *Pretty nitty-gritty [article]*. – USA: *Economist*; 10/17/2009, Vol. 392 Issue 8653, p85-88, 2p
102. **Eeuwens Karen** *Convergence Quarterly: Cat bonds attractive again after facelift [article]*. – USA: *Reactions*; May 2009, Vol. 29 Issue 4, p26-29, 4p, 3 charts
103. **El – Ojeili Chamsy, Hayden Patrick** *Critical theories of globalization [book]*. – England: Palgrave Macmillan Ltd., 2006
104. **Ennew Christine T. and Waite Nigel** *Financial Services Marketing – an International Guide to Principles and Practice with a Foreword by Ron Sander [book]*. – USA: Elsevier Ltd., 2007
105. **Euromoney Institutional Investor** *Basel II slowing trade finance claims WTO [article]*. – USA: *Trade Finance*; Oct2009, Vol. 12 Issue 8, p117-117, 1p
106. **Evanoff Douglas D., Kaufman George G., Raymond La Brosse John** *International Financial Instability: Global Banking and National Regulation [book]*. - World Scientific Publishing Company, 2008
107. **Evans John, Orszag Michael, Piggot John** *Pension Fund Governance – A Global Perspective of Financial Regulation [book]*. – Edward Elgar, 2008
108. **Fang Yu - Hui, Chiu Chao – Min** *In justice we trust : Exploring knowledge – sharing continuance intentions in virtual communities of practice [working paper]*. – United Kingdom: Elsever Ltd. 2010
109. **Ferguson Niall** *The ascent of Money a Financial History of the World [book]*. – USA: The Penguin Press, New York, 2008
110. *Financial Services Modernization: The Gramm – Leach – Bliley Act - A White Paper on its Significance for Commercial Banks and Bank Holding Companies [paper]*. - Stradley Ronon, November 1999
111. **Financial Services Policy Report** *Futures / Derivatives / Swaps / Commodities [report]*. – USA: Aspen Publishers Inc., vol. 28, num. 12, December 2009
112. **Flitter Emily** *Agencies Seek Changes to Derives Bill [article]*. – USA: *American Banker*; 10/19/2009, Vol. 174 Issue 190, p12-12, 1/5p
113. **Flitter Emily** *Democrats Unite Behind Strong Derivatives Bill [article]*. – USA: *American Banker*; 10/16/2009, Vol. 174 Issue F310, p3-3, 2/5p

114. **Flitter Emily** *In Surprise, Frank Seeks Tougher Derivatives Bill* [article]. – USA: *American Banker*; 10/15/2009, Vol. 174 Issue 189, p1-3, 2p
115. **Flynn Stuart** *Clearing isn't working, yet* [article]. – EU: *International Financial Law Review*; Nov2009, Vol.28 Issue 10, p24-24, 1p
116. **Fournier Elizabeth** *Central regulation of European banks?* [article]. – USA: *International Financial Law Review*; Feb2009, Vol. 28 Issue 2, p13-13, 1p
117. **Fournier Elizabeth** *Let's clear the way for CDS* [article]. – USA: *International Financial Law Review*; Oct2009, Vol. 28 Issue 9, p22-23, 2p
118. **Friese Shartsis, Hammer Douglas L., Reiser Carolyn S., Haynes Geoffrey W., Koren Neil J., Caldwell Anthony J., Frolik James J., Mickelson Christina E., Sacks Barry H., Milani John F., Dunn Hannah E.** *U.S Regulation of Hedge Funds* [book]. – USA: *American Bar Association Chicago, Illinois, 2005*
119. **Galbraith John Kenneth** *The Great crash of 1929* [book]. – USA: *Houghton Mifflin Company, New York, 1997*
120. **Garmhausen Steve** *New York Life Revamp Approach to Wholesaling* [article]. – USA: *American Banker*; 11/23/2009, Vol. 174 Issue 210, p9-9, 3/5p
121. **Garthen Helen A.** *Why Bank regulation failed – designing a Bank Regulatory Strategy for the 1990s* [book]. - *Greenwood Publishing Group, 1991*
122. **Gehling Robert, Turner Douglas, Rutherford** *Defining the proposed factors for small business online banking: Interviewing the IT professionals* [analysis papers]. – USA: *Palgrave Macmillan Ltd. 2007*
123. **Gerardi Kristopher S., Lehnert Andreas, Sherland Shane M. and Willen Paul S.** *Making Sense of Subprime Crisis*[Working Paper 2009 – 2]. - *Federal Reserve Bank of Atlanta, February 2009*
124. **Germain N. Richard** *Dollars Through the Doors: A Pre – 1930 History of Bank Marketing in America* [book]. – *Greenwood Pub Group, August 1996*
125. **Gibbons J.S.** *The Banks of New York, their dealers, the clearing house and the panic of 1857 – with a financial chart* [book]. – USA: *D. Appleton & Co. New York, 1859*
126. **Gkoutzinis Apostolos** *Internet Banking and the Law in Europe – Regulation, Financial Integration and Electronic Commerce* [book]. – *England: Cambridge, 2006*
127. **Goodhart Charles, Hartmann Philip, Llewellyn David, Rojas – Suarez Liliana, Weisbrod Steven** *Financial Regulation – why, how and where now?*[book]. – *England: Published in association with the Bank of England and Routledge Taylor & Francis Group, 1998*

128. **Goto Mika** *Financial performance analysis of US and world telecommunications companies: Importance of Information Technology in the telecommunications industry after the AT&T breakup and the NTT divestiture [working paper].* – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2009
129. **Graham Benjamin, Dodd David L.** *Security analysis sixth edition updated with new commentary by Seth A. Klarman, James Grant, Bruce Greenwald and other [book].* – USA: The McGraw – Hill Companies. Inc., , 2009
130. **Gray Joanna & Hamilton Jenny** *Implementing Financial Regulation theory and practice [book].* – England: John Wiley & Sons Ltd., The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, 2008
131. **Greenbaum Stuart I., Thakor Anjan V.,** *Contemporary financial intermediation 2nd ed. [book].* United Kingdom: Academic Press, 2007
132. **Greenspan Alan,** *Wall Street Journal, Thursday, March 12, 2009*
133. **Gup Benton E.** *International Banking Crises – Large Scale Failures, Massive Government Interventions [book].* – Great Britain: British Library Cataloguing, 1999
134. **Gup Benton E.** *The New Financial Architecture – Banking Regulation in the 21st century [book].* – Great Britain: British Library Cataloguing, 2000
135. **Hak – Min Ph.D. Kim** *Globalization of International Financial Markets: Causes an Consequences [working paper].* – USA: *Journal of International Business Studies;* 1995, Vol. 26 Issue 3, p684-485, 2p
136. **Hanson James A., Honohan Patrick, Majnori Giovanni** *Globalization and National Financial Systems [book].* – USA: World Bank Washington DC, 2003
137. **Hao Qian, Lahiri Sajai** *Competition for foreign direct investment: The role of technology and market structure [working paper].* – United Kingdom: Elsevier Inc., 2009
138. **Harker Patrick T. and Zenios Stavros A.** *Performance of Financial Institutions - efficiency, innovation, regulation [book].* – Great Britain: Cambridge University Press, 2000
139. **Haugtved Curtis P., Machleit Karen A., Yalch Richard F.** *Online consumer psychology – understanding and influencing consumer behaviour [book].* – Great Britain: Lawrence Erlbaum Associates, 2005
140. **Heffernan Shelagh A.** *Modern Banking [book].* – United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd., 2005
141. **Heffernan Shelaqh** *Modern Banking [book].* – England: John Wiley & Sons Ltd, 2006

142. **Helm Robert W., Geffen David M., Capistrone Stephanie A.** *Mutual Funds' Use of Credit Default Swaps [working paper]*. – USA: *The Investment Lawyer*, vol. 16, no.12, December 2009
143. **Herrfeld Tomas J. and Drach Robert F.** *High – Return, Low – Risk Investment [book]*. - McGraw – Hill Inc., 1993
144. **Hirschmann David** *Financial Regulatory Modernization and Simplification [paper]*. - *The ChamberPost*, March 28, 2008
145. **Holmes Jr. Joseph S.** *Societal and economic valuation of technology – transfer deals [article]*. – USA *Acta Astronautica*, Volume 65, Issues 5-6, September – October 2009, Pges 834-840
146. **Hopkins Cheyenne** *TCW Starts Liquidating PPIP Funds [article]*. – USA: *American Banker*; 1/7/2010, Vol.175 Issue 4, p 16-16, 1/9p
147. **Hornig Yuh-Sheng and Wei Peihwang** *An Empirical Study of Derivatives Use in the REIT Industry [working paper]*. – UK: Blackwell Publishing Limited, 1999
148. **Howells Peter and Bain Keith** *Financial Markets and Institutions 2nd edition [book]*. – USA: Addison Wesley Longman Publishing, London and New York, 1994
149. **Howells Peter and Bain Keith** *Financial markets and institutions [book]*. – United Kingdom: Pearson Education, 2007
150. **Howells Peter, Bain Keith** *Financial Markets and Institutions – fifth edition [book]*. – England: Pearson Education Limited, 2007
151. **Hsu Po – Hsuan, Huang Dayong** *Technology prospects and the cross – section of stock returns [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2009
152. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
153. **Hull John C.** *Options, Futures and Other Derivatives: Student Solutions – 7th revised edition [book]*. – FT Prentice Hall, 2008
154. **Hund P. J. and Kennedy J. E.** *Financial Derivatives in Theory and Practice – revised edition [book]*. – England: John Wiley & Sons Ltd, 2004
155. **Ibbotson Roger G., Brinson Gary P.** *Investment markets:gaining the performance advantage [book]*. – England: McGraw – Hill, 1987
156. **Inter – American development Bank** *Financial Market Development: Issues, Strategies and Inter – American development Bank Activities [paper]*. - Inter – American development Bank, March 1998
157. **Iverson Barb,** *Keys to Effective Financial Education [article]*. – USA: *American Banker*; 11/13/2009, Vol.174 Issue F314, p11-11, 5/9, 1bw

158. **Jenny Frederic – Chair OECD Committee** *Financial Crisis, Regulation and the Future of Antitrust* [paper]. - ESSEC, 2009
159. **Johnson Philip McBride** *Why I agreed with John* [article]. – USA: *International Financial Law Review*; Sep 2009, Vol. 27 Issue 8, p40-41, 2p
160. *Journal of Finance*, LX, 1329-1343
161. **Joy Corwin, Boyle Phelim P., Tan Ken Seng Quasi – Monte Carlo Methods in Numerical Finance** [working paper]. – Canada: *Management Science* / Vol. 42, No. 6, June 1996
162. **Kalmi Panu, Klinedinst Mark** *Participation in the Age of Globalization and Information – Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor – managed Firms V.9 1st ed.* [book]. – USA: Elsevier Boston, 2006
163. **Kaper Stacy** *Big Banks Face Most Pain Under House Bill* [article]. – USA: *American Banker*; 12/2/2009, Vol. 174 Issue 215, p1-3, 2p
164. **Kaper Stacy** *Big Banks Face Most Pain Under House Bill* [article]. – USA: *American Banker*; 12/2/2009, Vol. 174 Issue 215, p1-3, 2p
165. **Kaper Stacy** *Houses Passes Reg Reform Bill* [article]. – USA: *Mergers & Acquisitions Report*; 12/21/2009, Vol. 22 Issue 51, p26-26 1p
166. **Kaper Stacy** *Regulators, Frank Clash on Plan to Clear Derivatives* [article]. – USA: *American Banker*; 10/8/2009, Vol. 174 Issue 186, p3-3, 2/5p
167. **Karabulut Y., Kerschbaum F., Massacci F., Robinson P., Yautsiukhin A.** *Security and trust in IT Business Outsourcing: a Manifesto* [working paper]. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2007
168. **Keifman Saul N. – Conicet University of Buenos Aires** *Hello Global Financial Crash! Good – bye Financial Globalization* [paper]. – Beijing: IDEAs Confernce on Re-regulating Global Finance in Light of Global Crisis, Tsinghua University, Beijing, 9-11 April 2009
169. **Kidwell David S., Blackwell David W., Whidbee David A., Peterson Richard L.** *Financial Institutions, Markets and Money – tenth edition* [book]. – Jefferson City, John Wiley & Sons Inc, 2008
170. **Kincy Jason** *When Should Our Bank Get Involved in Social Media?* [working paper]. – USA: ABA Bank Marketing, 2010
171. **Kindleberger Charles P.** *The World in Depression 1929 - 1939 revised and enlarged edition* [book]. – Berkeleys: University of California Press, 1986

172. **Kiviat Barbara** *Sunk by Securitization* [article]. – Australia: *The South Pacific (Australia/New Zealand edition)*; 3/2/2009 Vol. 173 Issue 8, p37-39, 3p, 5 graphs
173. **Klein Edith** *Global Banking Issues in Financial Institutions and Services Series* [book]. - Nova Publishers, 2005
174. **Klein Gerald and Lambert Janice** *The Business of Banking* [book]. - England Methuen & Co. Ltd., London, 1987
175. **Klein Robert and Ledermann Jess** *Derivatives Risk and Responsibility – the Complete Guide to Effective Derivatives Management and Decision Making* [book]. – Irwin, 1996
176. **Koch Timothy W. and MacDonald S. Scott** *Bank Management 5 edition* [book]. - R.R. Donnelley & Sons Company, 2003
177. **Kolb Robert W.** *Futures, Options and Swaps – fifth edition* [book]. – Blackwell Publishing, 2007
178. **Kondabagil Jayaram** *Risk Management in electronic Banking – Concepts and Best Practices* [book]. – Asia: John Wiley & Sons, Singapore, 2007
179. **Kose M. Ayhan, Prasad Eswar S., Terrones Marco E.** *Does financial globalization promote risk sharing?* [working paper]. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2009
180. **Kotler Philip & Roberto Eduardo L.** *Social Marketing – strategies for changing public behaviour* [book]. – Simon & Schuster Inc., 1989
181. **Kotler Philip, Roberto Ned, Lee Nancy** *Social Marketing Improving the Quality of Life – 2nd ed.* [book]. – USA: Sage Publications Inc., 2002
182. **Krugman Paul** *The Return of Depression economics and the crisis of 2008* [book]. – USA: Norton & Company Inc., 2009
183. **Kumar S.S.S.** *Financial Derivatives* [book]. – India: Prentice Hall of India Pvt. Ltd., 2007
184. **Landrock Peter** *Securiry – the Building Block for E – commerce Growth* [article]. – United Kingdom: Cryptomathic UK Ltd, 2009
185. **Lang William W., Mester Loretta J., Vermilyea Todd A.** *Competitive effects of Basel II on US bank credit card lending* [working paper]. – UK: Elsevier Ltd., September 2007
186. **Lankton Nancy and Luft Joan** *Uncertainty and Industry structure Effects on managerial Intuition About Information Technology Real Options* [working paper]. – USA: *Journal of Management information Systems*, M.E. Sharpe Inc., 2008

187. **Laukkanen Tommi, Sinkkonen Suvi, Laukkanen Pekka** *Communications strategies to overcome functional and psychological resistance to Internet banking* [working paper]. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2009
188. **Laurenceson James, Chai C.H.** *Financial Reform and Economic Development in China* [book]. – USA: MA Edward Elgar Publishing Inc., 2003
189. **Lee Soonghee** *International Financial Law Review*; Dec 2009, Vol. 28 Issue 11, p 47-47, 1p
190. **Lessons of Experience Series** *Investments funds in emerging markets* [book]. – USA: World Bank Washington D.C, 1996
191. **Levisohn Ben, Scott Mark** *The Side Effects of Finance Reform* [article]. – USA: *BusinessWeek*; 10/19/2009, Issue 4151, p26-27, 2p
192. **Lewis Michael** *Panic - the story of Modern Financial Insanit* [book]. – USA: The Courier Companies Inc., 2009
193. **Lien Donald and Zhang Mei** *A Survey of emerging Derivatives Markets* [working paper]. – UK: M.E. Sharpe Inc., 2009
194. **Lindorff Dave** *Panholzer Suggests Currency Inclusion in Portfolio* [article]. – USA: *High Yield Report*; 12/7/2009, Vol. 20 Issue 49, p25-25, 1p
195. **Lomborg Bjorn** *Global Crises, Global Solutions* [book]. – England: Cambridge University Press, 2004
196. **Lynch John T.** *Credit derivatives: Industry Initiative Supplants need for Direct Regulatory Intervention – A Model for the Future of U.S. Regulation?* [working paper]. – USA: *Buffalo Law Review*, January, 2008
197. **Macmillan Palgrave** *Journal of Financial Services Marketing* (2009) **14**, 1-5. doi: 10.1057/fam.2009.11
198. **Madura Jeff** *Financial Institutions and Markets 8 revised* [book]. - Cengage Learning EMEA, 2008
199. **Madura Jeff** *International Financial Management 6th edition* [book]. – USA: Florida Atlantic University, South-Western Publishing, 2000
200. **Maiwald Eric** *Network security : a beginner's guide 2nd ed.* [book]. – USA: Mc – Graw Hill Professional, New York, 2003
201. **Malloy Michael P.** *Principles of Bank Regulation second edition* [book]. – USA: Thomson, 2003
202. **Malntosh Kevin** *Bank Marketing Strategy + Ideas* [paper]. – World Press, 30 June 2009

203. **Marwah Kanta** *Globalization of International Financial Markets: Causes and Consequences* [working paper]. – Brookfield: Carleton University, 2001
204. **Mathieson Donald J., Roldos Jorge E., Ramaswamy Ramana, Ilyina Anna** *Emerging Local Securities and Derivatives Markets* [book]. – International Monetary Fund, 2004
205. **Matsui Sayaka** *Firewall regulations* [article]. – Japan: *International Financial Law Review*; May 2009, Vol. 28 Issue 5, p41-41, 1p
206. **Matthews Claire, Murray David** *Helping bank customers switch: A case study* [working paper]. – USA: Palgrave Macmillan Ltd., 2007
207. **Matthews K.** *The Economics of Banking* [book]. – USA: P Jons Wiley and Sons Ltd., 2005
208. **McCarthy Colleen** *Pandemic fears may trigger more securitizations* [article]. – USA: *Business Insurance*; 10/26/2009, Vol. 43 Issue 38, p19-19, 1/4p
209. **Mendelowitz Allan I., Liechty John C.** *Financial Regulators Need Better data* [article]. – USA: *American Banker*; 3/25/2009. Vol. 174 Issue 57, p9-9, 1/2p
210. **Mendoza Enrique G., Quadrini** *Financila globalization, financial crises and contagion* [working paper]. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2009
211. **Miller Merton H.** *Do we really need more regulation of financial derivatives?* [selected paper number 75]. – USA: The University of Chicago Graduate School of Business, 1994
212. **Miller Roger Le Roy, Van Hoose David D.** *Money, Banking and Financial Markets* [Thomson Advantage Book]. - South – Western, Div of Thomson Learning, 2006
213. **Mishkin Frederic S. and Eakins Stanley G** *Financial Markets and Institutions seventh edition* [book]. – USA: Addison Wesley Longman Publishing, New York , 2002
214. **Mishkin Frederic S.** *Globalization and financial development* [working paper]. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2009
215. **Mishkin Frederic S.** *The Economics of Money, Banking and Financial Markets seventh edition* [book]. – USA: Addison Wesley Longman Publishing, New York , 2004
216. **Mishkin Frederic S.** *Understanding Financial Crises: a Developing Countries Perspective* [NBER working paper series]. - National Bureau of Economics Research, May 1996

217. **Mitchell Olivia S., Piggott John, Sherris Michael, Yow Shaun** *Financial Innovation for an aging World [NBER Working Paper No. 12444]*. – August, 2006
218. **Monetary and Capital Markets Depratment** *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management [paper]*. - International Monetary Fund, approved by Jaime Caruana, 2009
219. **Mortgage News Daily**, *Federal Reserve Expected to Adopt New Mortgage Regulations [paper]*, December 18, 2007
220. **Moshirian Fariborz** *Globalization and financial market integration [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2003
221. **Murphy John** *Technical Analysis of the Financial Markets – 2nd edition [book]*. – USA: NYIF, 1999
222. **Nagdeman Jay** *The Professional's Guide to Financial Services Marketing [book]*. – Canada: John Wiley & Sons Inc., 2009
223. **Neave Edwin H** *Financial Systems principles and organisation [book]*. – England: Routledge, London, 1998
224. **Nedovic Ljubica, Devedzic Vladan** *Expert systems in finance – a cross – section of the field [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2002
225. **Nelson Jacqueline** *How To Fix The Global Economy [article]*. – Canada: Canadian Business; 12/7/2009, Vol. 82 Issue 21, p17-17, 1p, 1 color
226. **Nicholas Joseph G.** *Investing in Hedge Funds – revised and updated edition [book]*. – USA: Bloomberg Press New York, 2005
227. **Nicolo Antonio, Pelizzon Loriana** *Credit derivatives, capital requirements and opaque OTC markets [working paper]*. – UK, Elsevier Inc., 2008
228. **O'Connor Aidan** *Trade, investment and competition in international banking [book]*. – United Kingdom: Palgrave Macmillan Ltd., 2005
229. **Orviska Marta and Hudson John** *Dividing or uniting Europe? Internet usage in the EU [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2009
230. **Otto Philipp E., Davies Greg B., Charter Nick, Stott Henry** *From spending to understanding: Analyzing customers by their spending behavior [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2008
231. **Oxelheim Lars, Rafferty Michael** *Financial Markets in Transition – Globalization, Investment and Economic Growth [working paper]*. – United Kingdom, International Business Studies, 2000

232. **Palacios Juan J.** *Globalization and E – Commerce: Diffusion and Impacts in Mexico [working paper]. – USA: IOS Press, 2003*
233. **Panagopoulos Yannis and Vlamis Prodromos** *Bank Lending, Real Estate Bubbles, and Basel II [working paper]. – USA: Cambridge Press, 2009*
234. **Panourgias Lazaros E.** *Banking regulation and World Trade Law: GATS, EU and Prudential Institutions – Building [book]. – United Kingdom: Hart Publishing, 2005*
235. **Picker Anne Dolganos** *International economic indicators and central banks [book]. – United Kingdom: John Wiley and Sons Inc., 2007*
236. **Prompt Regulatory Action Provisions** – report to Congressional Committees Bank and thriff regulation – implementation of FDICIA’S. - DIANE Publishing , 1996
237. **Ramsey Robert Lee and Head John Warren** *Preventing Financial Chaos [book]. - Kluwer Law International, 2000*
238. **Regini Marino** *From Tellers to Sellers: Changing Employment Relations in Banks [book]. – United kingdom: Cambridge Mass. MIT Press, 1999*
239. **Reinhart Carme M. – University of Maryland NBER and CERP and Rogogg Kenneth S. – Harvard University and NBER** *The Aftermath of Financial Crises [book]. - December 19, 2008*
240. **Riesta Amparo San Jose** *Credit Insurance in Europe – impact, measurement and policy recommendations [book].- Europe: Centre for European Policy Studies*
241. **Robert Tyler** *Financial Regulatory Reform: On the Horizon [working paper]. – USA: Financial Executives International, 2009*
242. **Roberts Sally** *Increased security needed to tackle phishing threat [article]. – USA: Business Insurance; 11/28/2005, Vol. 39 Issue 48, p11-12, 2p*
243. **Roclet Jean – Charles** *Why Are There so Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation [book]. – USA: Princeton University Press, 2008*
244. **Rodriguez Gerardo** *Race to the Start Line [article]. – Mexico: LatinFinance; Nov/Dec2009, Issue 209, p14-14, 1p, 2 charts*
245. **Rose Peter S., Hudqins Sylvia C.** *Bank Management and Financial Servicies [book]. - McGraw – Hill Companies, 2006*
246. **Rouibah Kamel, Hassanien Aboul Ella, Khail Omar** *Emerging Markets and E – Commerce in Developing Economies [book]. – USA: IGI Global, 2009*
247. **Routledge** *Economists and the Financial Markets [paper]. Great Britain: London, 2006*

248. **Salazar Maria Teresa, Harrison Tina, Ansell Jake** *An approach for the identification of cross – sell and up – sell opportunities using a financial services customer database [working paper].* – USA: Palgrave Macmillan Ltd., 2007
249. **Samant Prajakt and Bahia Rashpaul** *A world standard is emerging [article].* – Great Britain: *International Financial Law Review*; Jul2008, Vol. 27 Issue 7, p4-4 1p
250. **Sanchez – Franco Manuel J.** *The Moderating Effects of Involvement on the relationships Between Satisfaction, Trust and Commitment in e- Banking [working paper].* – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2009
251. **Sauderes Anthony, White Lawrence J.** *Technology and the Regulation of Financial Markets, Securities, Futures and Banking [book].* – Beard Books, 1986
252. **Schmidt Robert and Lanman Scott** *An Unlikely Guardian [article].* – USA: *BusinessWeek*; 2/1/2010, Issue 4165, p28-29, 2p
253. **Schmidt Robert and Lanman Scott** *An Unlikely Guardian [article].* – USA: *BusinessWeek*; 2/1/2010, Issue 4165, p28-29, 2p
254. **Scholte Jan Aart** *Globalization: a critical introduction 2nd edition [book].* – England: Palgrave Macmillan Ltd., 2005
255. **Scholte Jan Aart, Schnabel Albrecht** *Civil Society and Global Finance [book].* – England: Routledge, 2002
256. **SCN Education B.V** *Electronic Banking [book].* – Germany: Vieweg & Sohn, 2001
257. **SCN Education B.V. (Eds)** *Electronic Banking – The Ultimate Guide to Business and Technology of online Banking [book].* – Germany: Vieweg & Sohn Verlagsgesellschaft mbH, 2001
258. **Scott Susan V., Barrett Michael I.** *Strategic risk positioning as sensemaking in crisis: adoption of electronic trading at the London international financial futures and options exchange [working paper].* – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2005
259. **Securities/financial Institutions Briefing Series, Treasury Department's proposed** *Overhaul of the Financial Regulatory Structure: A look at the Blueprint and a Look Ahead [paper].* - April 2008
260. **Sengupta Ambar N.** *Pricing Derivatives [book].* – McGraw – Hill Professional, 2005
261. **Seward James** *Will the current financial turmoil change the financial architecture in Asia?[paper].* - World Bank, June, 2006

262. **Shan Mahmood & Clarke Steve E** – *banking Management – Issues, Solutions and Strategies [book]*. – USA: IGI Global, 2009
263. **Shiller Robert J.** *The Subprime Solution how today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about it [book]*. – USA: Princeton Press, 2008
264. **Shiller Robert J.** *Tools for Financial Innovation: neoclassical versus behavioral finance [working paper]*. – Cowles Foundation Paper No. 1180
265. **Shilling John D.** *Financial Markets Do Impact the Environment – overview for New America Foundation Project: The Environment and International Business [working paper]*. – March 2003
266. **Singh Dalvinder** *Banking regulation of UK and US Financial Markets [book]*. – England: Ashgate Publishing Limited, 2007
267. **Siskey Kyle and Fournier Elizabeth** *How the bailouts should change regulation [article]*. – EU: *International Financial Law review*; Nov2008, Vol. 27 Issue 11, p20-24, 5p
268. **Siskey Kyle** *Changing their ways [article]*. – USA: *International Financial Law Review*; May2009, Vol 28 Issue 5, p34-34, 1p
269. **Sloan Steve** *Another Reason to disagree Over Basel (cover story) [article]*. – USA: *American Banker*; 1/6/2009, Vol. 174 Issue 3, p1-4, 2p
270. **Sloan Steven** *Basel II May Be Replaced Before It's Fully in Force [article]*. – USA: *American Banker*; 4/17/2009, Vol. 174 Issue 73, p1-3, 2p
271. **Sloan Steven** *Basel Tightens Securitization Rules [article]*. – USA: *American Banker*; 7/15/2009, Vol. 174 Issue 134, p16-16, 1/4p
272. **Sloan Steven** *FHLBs May Not Get a Boost from New Members [article]*. – USA: *American Banker*; 1/6/2010, Vol. 175 Issue 3, p3-3, 2/5p
273. **Smith Brian W.** *E – Commerce – Financial Products and Services [book]*. – USA: Law Journal Press, New York, 2003
274. **Sommervoll Dag Einar, Borgersen Trond – Arne, Wennemo Tom** *Endogenous housing market cycles [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2010
275. **Soros George** *The new paradigm for Financial Markets the credit crises of 2008 and what it means [book]*. – USA: Public Affairstm a member of the Persens Books Group, USA, 2008
276. **Šoškič Dr Dejan,** *Hartije od vrednosti – upravljanje portfoliom I investicioni fondovi [knjiga]*. – Srbija: Ekonomskog fakulteta – Univerziteta u Beogradu, 2009

277. **Šoškič Dr Dejan, Zivković Dr Boško** *Finansijska tržišta i institucije [kniga]*. – Srbija: Ekonomskog fakulteta – Univerziteta u Beogradu, 2009
278. **Staff of the Monetary and Financial Systems department approved by Stefan Ingves** *Financial Sector regulation Issues and Gars – Background Paper [paper]*. - International Monetary Fund, August 2004
279. **Stephenson Roy** *Marketing Planning for Financial Services [book]*. – USA: Gower Publishing Limited, 2005
280. **Strachman Daniel A.** *The Fundamentals of Hedge Fund Management: How to Successfully Launch and Operate a Hedge Fund [book]*. – New Jersey, John Wiley & Sons Inc, 2007
281. **Sunikka Anne, Bragge Johanna** *Promotional messages in multichannel banking: Attractive or annoying? [original article]*. – USA: *Journal of Financial Services Marketing* (2009) 14, 245-263. doi 10.1057/fsm.2009.22
282. **T.B.** *Global Watchdog (cover story) [article]*. – USA: *Institutional Investor*; Sep2009, Vol. 43 Issue 7, p64-65, 2p
283. **Tarullo Daniel K.** *Banking on Basel The Future of International Financial Regulation [book]*. – USA: Peterson Institute for International Economics, 2008
284. **The Financial Inquiry Commission Pursuant** *The Financial Crisis inquiry report – Official Government Edition [book]*. – The Financial Inquiry Commission Pursuant to Public Law 111-21, Washington, January, 2011
285. **Thomson John L., Matthews Kent** *The Economics in Banking [book]*. – United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd., 2005
286. **Toporowski Jan** *The end of finance: the theory of capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism [book]*. – England: Routledge, 2000
287. **Tsai Wen – Hsien, Huang Bor – Yi, Liu Jau – Yang, Tsaor Tsen – Shu, Lin Sin – Jin** *The application of Web ATMs in e – payment industry: A case study [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2010
288. **Tsai Wen – Hsien, Huang Bor – Yi, Liu Jau – Yang, Tsaor Tsen – Shu, Lin Sin – Jin** *The application of Web ATMs in e-payment industry: A case study [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2009
289. **Tsyplakov Sergey** *Investment frictions and leverage dynamics [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2008
290. **Tufano Peter** *Handbook of the Economics of finance [book]*. – England: ScienceDirect, 2003

291. **Tufano Peter, Schneider Daniel** *Using Financial Innovation to Support Savers: From Coercion to Excitement [paperwork]*, 2008
292. **United States Government Accountability Office**, *report to Congressional Committees Financial Market Regulation Agencies Engaged in Consolidated Supervision Can Strengthen Performance Measurement and Collaboration [report]*. – USA: GAO, 2007
293. *US to Tighten Financial Derivatives Regulation: Geithner [paper]*. – USA, Business, Washington, 11 July 2009
294. **Vartanian Thomas, Groskaufmanis Karl, Ansell David L., Ledig Robert H., Miller Gordon** *How the regulation of the financial firms and markets may change as a result of the current financial stress and the intervention by the government [book]*. - Mondaq, April, 2008
295. **Vives X.** *Restructuring Financial Regulation in the European Monetary Union [paper]*. - *Journal of Financial Services Research*, 2005
296. **Vukatana Rezarte** *Derivatives [article]*. – USA: *International Financial Law Review*; Aug2006, Vol. 25 Issue 8 p48-48 2/3p
297. **Walker George Alexander** *International Banking regulation [book]*. - Kluwer Law International, 2001
298. **Warner Mark and Corker Robert** *Dancing Across The Aisle [article]*. – USA: *BusinessWeek*; 2/1/2010, Issue 4165, p32-33, 2p
299. **Weber Rolf H. and Darbellay Aline** *The regulatory use of credit ratings in bank capital requirement regulations [working paper]*. – UK: Palgrave Macmillan Ltd., 2009
300. **Weir Catherine S., Douglas Gary, Carruthers Martin, Jack Mervyn** *User perceptions of security, convenience and usability for ebanking authentication tokens [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd. 2009
301. **Werthamer N. Richard and Raymond Susan U.** *Technology and Finance: The Electronic Markets [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Science Inc., 1997
302. **White Lawrence J.** *The Role of Financial Regulation in a World Of Deregulation and Market Forces [book]*. – USA: Stern School of Business, New York University, November 1999
303. **Whitehouse Edward** *Pensions Panorama: Retirement – income Systems in 53 Countries [book]*. – USA: Washington D.C. World Bank, 2007
304. **Winston Williams J.** *Marketing for Financial Services [book]*. – USA: The Haworth Press Inc., 1986
305. www.nbrm.gov.mk

306. **Yan An, Yang Zaihui, Jiao Jie** *Conglomerate investment under various capital market conditions [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2009
307. **Yiu Chi Shing, Grant Kevin, Edgar David** *Factors affecting the adoption of Internet Banking in Hong Kong 0 implications for the banking sector [working paper]*. – United Kingdom: Elsevier Ltd., 2007
308. **Yokoi – Arai Mamiko** *Financial Stability Issues: The Case of East Asia [book]*. - Kluwer Law International, 2002
309. **Zhang Peter J.** *Barings Bankruptcy and Financial Derivatives [book]*. – London: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 1995
310. **Агенција за сурвизија на пензиски фондови, Принципи на ИОПС за сурвизија на приватни пензиски фондови [сџај]**. – Македонија: Скопје, 2007
311. **Воведно излагање на м-р Петар Гошев, гувернер на Народна банка на Република Македонија – Меѓународен економски форум на тема: Забрзано кон Европската унија [сџај]**. – Македонија: НБРМ, 2.11.2008
312. **Државен завод за ревизија, Стратегија на ДЗР 2008-2012.** – Македонија: Скопје, јуни 2008
313. **Македонска берза на хартии од вредност, Статут на Македонска берза на хартии од вредност АД Скопје.** – Македонија, Скопје, септември 2007 година
314. **Народна банка на Република Македонија – Кабинет на гувернер Соопштение од седница на Советот на Народна банка на Република Македонија.** – Македонија: Скопје, 15.07.2008 година
315. **Народна банка на Република Македонија – Сектор за сурвизија, банкарска регулатива и финансиска стабилност, Дирекција за финансиска стабилност, банкарска регулација и методологији Извештај за финансиската стабилност во Република Македонија во 2007 година.** – Македонија: Скопје, јули 2008 година
316. **Петковски Михаил: Финансиски пазари и институции - второ додато и изменето издание [книга].** – Македонија: Економски факултет – Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Скопје, 2009
317. **Петковски Михаил: Финансиски пазари и институции [книга].** – Македонија: Економски факултет – Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ Скопје, 2004
318. **Саврески Зоран: Антикризни мерки [сџај].** – Македонија, Дневник, 24 април 2009 година

319. **Трпески проф. д-р Љубчо:** *Пари и банкарство - второ дојолнето и изменето издание [книга].* – Македонија: Економски факултет – Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ - Скопје, 2003

320. **Фотков д-р Ристко:** *Основи на финанси [книга].* – Македонија: Економски факултет – Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип, 2007