

# УТИЦАЈ ДЕРЕГУЛАЦИЈЕ НА СТАБИЛНОСТ САВРЕМЕНИХ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА

## IMPACT OF DEREGULATION ON THE STABILITY OF FINANCIAL MARKETS

Горан Радивојац \*

### Резиме

Дерегулација финансијских тржишта је дугорочан процес. Улога традиционалних финансијских инструмената се с временом смањује. Финансијске иновације су биле веома популарне у последњих неколико деценија те су многи инвеститори преузимали ризике купујући или продајући ризичну финансијску имовину на берзама широм свијета. Производ ових трансфера су биле нове хартије од вриједности и нови послови са вишим стопама приноса али и већим очекивањима инвеститора. Ова ситуација је била веома добра подлога за појаву финансијских криза и нестабилност модерних финансијских система.

**Кључне ријечи:** дерегулација, финансијски систем, финансијска тржишта, финансијска криза.

### Summary

Deregulation of financial markets is long term process. The role of traditional financial instruments is lower during the time. Financial inovations was very popular in last a few decades and many investors took a risk buying or selling risky financial assets on the stock markets all around the world.

---

\* Др Горан Радивојац, доцент, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

Product of this transfers are new securities and new bussines with higher rates of return, and with bigger expectations of investors. That situation is very good ground for financial crisis and unstability in modern financial systems.

■ **Key words:** deregulation, financial system, financial markets, financial crisis.

## Увод

Развој савремених финансијских тржишта с краја двадесетог и почетка двадесет првог вијека карактеришу процеси дерегулације, повећане конкуренције, глобализације те развој и примјена информационих технологија у свакодневном пословању. Наведени процеси су условили смањивање улоге и значаја традиционалних финансијских инструмената, као и оријентацију на нове видове пословних активности, те на тај начин отежали регулацију финансијских тржишта и учинили их нестабилнијим. У овом раду ће бити ријечи о улози финансијских тржишта у модерном финансијским системима, регулацији тржишта и финансијским кризама, те о рефлексјама актуелне финансијске кризе на финансијско тржиште Републике Српске.

## 1. Улога финансијских тржишта у модерном финансијском систему

Финансијски систем (енг. *Financial system*) у својој основи садржи низ тржишта, институција, закона, регулација и техника помоћу којих се:<sup>1</sup>

- Тргује финансијским инструментима,
- Одређује ниво каматних стопа,
- Обезбјеђују и дистрибуишу финансијске услуге.

Да би финансијски систем био ефикасан, он мора успјешно вршити своје основне функције: функцију штедње, функцију ликвидности, функцију плаћања, политичку функцију, функцију благостања, кредитну функцију и функцију управљања ризиком. У основи постоје два типа финансијског система – финансијски систем оријентисан ка банкама и финансијски систем оријентисан ка финансијском тржишту.

Финансијски систем, оријентисан ка банкама, подразумијева доминантну улогу пословних банака у економском систему. Пословне банке су основни финансијски посредници који преусмјеравају вишкове финансијских средстава од суфицитарних субјеката ка дефицитарним

---

<sup>1</sup> Rose, S. Peter, *Money and Capital Markets*, 6<sup>th</sup> Edition, Irwin McGraw Hill, 1997, стр. 1-9

субјектима. Овакав систем је карактеристичан за европске земље (нпр. *Њемачка*) и земље далеког истока (нпр. *Јапан*). Однос између банке и клијената је директан, што банкама омогућује ефикаснију контролу коришћења средстава и умањује ризик од изненадних губитака. Основни недостатак оваквих система је ограниченост кредитног потенцијала пословних банака, што, у одређеним околностима, може да успори раст привреде и онемогући нове инвестиције.

Финансијски систем, оријентисан ка финансијском тржишту, подразумејева доминантну улогу тржишта новца и капитала. Овакав систем карактеристичан је за тзв. англосаксонске земље – САД и Велику Британију. *Финансијска тржишта* (енг. *Financial markets*) су, уз финансијске институције и финансијске инструменте, саставни дио сваког модерног финансијског система.<sup>2</sup>

Дефицитарни субјекти прибављају неопходна финансијских средства емисијом хартија од вриједности. Утицај институционалних инвеститора и других небанкарских институција је значајно већи од утицаја пословних банака.

Финансијска тржишта представљају “крвоток” финансијског система, тј. без постојања функционалног финансијског тржишта економски систем не може да на ефикасан и ефективан начин врши своје функције. Финансијско тржиште се може дефинисати као “посреднички медијум” путем кога компаније, банке, државне институције и други учесници прибављају неопходна финансијска средства за финансирање својих инвестиционих пројеката и / или јавних потреба, истовремено нуди могућност инвеститорима да улажу своја слободна финансијска средства с намјером да их увећају или сачувају њихову реалну вриједност у неком прихватљивом року. Дакле, функција финансијског посредовања може се појавити у више различитих облика:<sup>3</sup>

- Посредовање при прикупљању средстава од великог броја малих суфицитарних субјеката за потребе малог броја великих дефицитарних (енг. *Denomination intermediation*),
- Посредовање кроз усаглашавање рокова доспијећа који одговарају суфицитарним субјектима и рокова доспијећа који одговарају дефицитарним субјектима (енг. *Maturity intermediation*)
- Посредовање при расподјели ризика између суфицитарних и дефицитарних субјеката (енг. *Risk intermediation*) и

<sup>2</sup> Група аутора, Економски речник, 2. измењено и допуњено издање, ЦИД Економског факултета, Београд, 2006, стр. 185.

<sup>3</sup> Johnson, J. Hazel, *Financial Institutions and Markets A Global Perspective*, Irwin McGraw-Hill, 1993, стр. 5-6.

- Посредовање при отклањању проблема информационе асиметрије - негативне селекције и моралног хазарда, на финансијском тржишту. (енг. *Information intermediation*).

Графикон 1. Шема финансијског посредовања на модерном финансијском тржишту (индиректно финансирање)<sup>4</sup>



Као што је приказано на графикону 1, финансијски посредници у финансијском систему обављају послове везане за емисију властитих хартија од вриједности, чијом продајом прикупљају финансијска средства од суфицитарних субјеката која, затим, инвестирају у хартије од вриједности дефицитарних субјеката. Типични финансијски посредници су пословне банке, штедионице, финансијске компаније, инвестициони фондови, осигуравајућа друштва и пензиони фондови.

## 2. Глобални трендови и стабилност финансијских тржишта

Савремена финансијска тржишта су изразито динамична и комплексна, те склона промјенама у складу са растућом конкуренцијом између учесника, процесима глобализације, дерегулације, појаве мултинационалних финансијских конгломерата, појавом нових технологија и финансијских иновација. Регулација дјеловања учесника на савременим финансијским тржиштима је у значајној мјери еволуирала у односу на регулацију из периода велике економске кризе 1929-1934. Уколико посматрамо регулацију депозитних институција, можемо уочити шест битних подручја регулације:<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Rose, S. Peter, *op. cit.*, стр. 36.

<sup>5</sup> Saunders, Anthony; Cornett, Millon, Marcia; *Финансијска тржишта и институције*, Послони дневник, MASMEDIA, друго издање, 2006, стр. 400-405.

1. регулација која обезбјеђује здрав и безбједан систем,
2. регулација инструментима монетарне политике,
3. регулација додјеле кредита,
4. регулација за заштиту потрошача,
5. регулација за заштиту инвеститора и
6. регулација за регистрацију и додјелу овлашћења.

Из претходно наведеног може се закључити да је регулација само једне врсте учесника на финансијском тржишту изузетно комплексан и динамичан процес. Такође, уколико се посматра регулација на тржишту САД из 1933. године, нпр. *Glass – Steagall* закон којим је готово у потпуности забрањено банкама да обављају послове за хартијама од вриједности, и упореди са Законом о модернизацији финансијских услуга, из 1999. године, којим су укинута ограничења банкама, осигуравајућим друштвима и другима у погледу пословања са хартијама од вриједности, може се закључити да је дошло до значајне дерегулације пословања на савременим финансијским тржиштима и то на начин “са врха на доле”.

Без обзира на све промјене, регулисање финансијског тржишта у САД-у, али и у осталим развијеним земљама и даље је био и остао примарни задатак Комисије за хартије од вриједности.

Исто тако, процеси конкуренције и развоја информационих технологија, уз битне макроекономске догађаје као што је прелазак САД - а на систем флукутирајућих девизних курсева (напуштање конвертибилности \$ у злато), нагли скокови цијена нафте у 70-тим годинама прошлог вијека и сл., повећали су ризике пословања на финансијском тржишту и довели до појаве финансијских иновација - финансијских деривата, секјуритизације и других облика пословања који служе за заштиту од ризика на финансијском тржишту.

Неки аутори<sup>6</sup> сматрају да је тренд дерегулације заустављен већ 2000. године када је у САД - у јавно објелодањено неколико озбиљних кршења закона о хартијама од вриједности. На примјер, компанија *Merill Lynch* је платила казну од 100 милиона US\$ јер су инвестициони савјетници ове компаније давали инвеститорима оптимистична предвиђања о кретању цијена акција својих клијената из сектора инвестиционог банкарства. Процјењује се да су до краја 2002. године само компаније које послују на *Њујоршкој берзи* платиле више од 2. милијарде US\$ казне за провођење лажних истраживања и на основу њих давања лажних препорука инвеститорима у које хартије од вриједности да уложи свој новац. У том периоду, у регулацију трговачке праксе, поред Комисије за хартије од вриједности (*SEC*) укључиле су се *Њујоршка берза (NYSE)* и Национално

<sup>6</sup> Saunders, Anthony; Cornett, Millon, Marcia, *op. cit.*, стр. 467-469.

удружење дилера хартија од вриједности (*NASD*) покушавајући својим новим правилима извршити регулацију “од дна на горе”. У исто вријеме, трансакције америчких инвеститора на иностраним финансијским тржиштима су 2001. године достигле износ од 1.447,8 милијарди US\$, што је повећање од 849% у односу на 1991. годину када је обим трансакција износио 152,6 милијарди US\$. С друге стране, трансакције иностраних инвеститора на америчким финансијским тржиштима су достигле ниво од 3.051,4 милијарде US\$, што је повећање од 1.345% у односу на 1991. годину, када је обим трансакција износио 211,2 милијарди US\$.<sup>7</sup> Из наведених података се сасвим јасно може закључити да је у посматраном периоду дошло до наглог пораста обима трансакција, што је, у комбинацији са појавом великог бројем нових учесника на глобалном финансијском тржишту, значајно отежало задатак регулаторима, што је без обзира на велики број нових закона и детаљних регулација ипак довело у питање стабилност финансијских тржишта широм свијета. Као једноставна илустрација величине тог проблема може послужити случај *Société générale Corporate and Investment Banking* која је трећа инвестициона банка у ЕУ.

У 2005. и 2006. години, откривено је неколико кривотворених трансакција вриједности између 100 и 150 милиона долара. На овим трансакцијама трговац банке је остварио бруто добитак у висини од 180.000 евра, у 2005. години, и 1,8 милиона евра, у 2006. години. Од марта 2007. године, трговац банке, такође неовлашћено, заузима кратку позицију са фјучерсима на индексе у вриједности 28 милијарди евра (закључно са 30.6.2007.), која, заједно са позицијама на акцијама, достиже вриједност од 600 милиона евра. Трговац банке затвара позиције у новембру 2007. године и остварује добит за банку у вриједности од 1,5 милијарде евра. На крају, у периоду од 2. до 18. јануара 2008. године, трговац банке заузима дугу позицију на фјучерсима на индексе у висини од 49 милијарди евра, која је откривена 20. јануара 2008. године, а затворена између 21. и 23. јануара, што је резултирало губитком од 6,4 милијарди евра.

Дакле, после 2001. године, када су регулатори почели да уочавају озбиљније проблеме, финансијска тржишта до краја 2006. године биљеже позитивне стопе раста, уз мање или веће проблеме о којима је било ријечи. Средином 2007. године, тржиште хипотекарних кредита у САД улази у озбиљну кризу, која се брзо проширила на цијело финансијско тржиште, и полако пренијела и на реални сектор.

---

<sup>7</sup> *Treasury Bulletin*, U.S. Treasury, jun 2002., [www.ustreas.gov](http://www.ustreas.gov).

### 3. Финансијске кризе и њихов утицај на функционисање финансијских тржишта

Финансијске кризе су, превасходно, повезане са кризама у банкарском сектору као једном од основних елемената свих финансијских система. Финансијска криза се може дефинисати као нестабилност банкарског сектора. Она угрожава читаву финансијску структуру једне земље са директним и индиректним последицама на све који су позиционирани у било ком сегменту те структуре. Према мишљењу неких аутора, финансијску кризу није могуће превазићи без активне улоге и помоћи централне монетарне институције у опоравку банкарског система, јер ако је кризу могуће превазићи без ангажовања централне банке, тада се може говорити о тзв. “псеудо” кризама.<sup>8</sup>

Финансијска криза се манифестује кроз пропадање кључних финансијских институција, што изазива директан притисак на банке у виду повлачења депозита, неразликовање добрих од лоших банака, а нарочито кроз појаву панике код свих учесника у финансијским трансакцијама. Све наведено доводи до тога да се финансијска имовина купује и продаје по нереално ниским цијенама, трговање на берзама се врло често прекида у краћим или дужим временским интервалима, банкротства учесника на финансијском тржишту су готово свакодневна и сл.

Уважавајући чињеницу да економска теорија још увијек није успјела да у потпуности понуди рјешење проблема финансијских криза широм свијета, крајем двадесетог вијека се појављује алтернативни теоријски правац - тзв. *бихевиористичка теорија*. У основи бихевиористичког приступа је становиште да просјечни инвеститори, у одређеним ситуацијама, не одлучују рационално, већ то раде на бази емоционалних или других спознаја.

Најпознатији бихевиористички теоретичар је Данијел Канеман (*Daniel Kahneman*), који је 2002. године добио Нобелову награду за економију. Канеман је у својим истраживањима користио основне принципе психологије како би објаснио одређене економске појаве, а превасходно механизме селекције и вредновања, тј. одређивања цијена на тржишту.<sup>9</sup>

Ово се посебно односи на расуђивање просјечног инвеститора и механизме доношења одлука у условима неизвјесности. Као једноставан примјер емотивног реаговања може се узети понашање већине просјечних инвеститора када је за улазак у одређени пословни аранжман потребно ставити у залог кућу или неку другу имовину за који је тај појединац

<sup>8</sup> Погледати: Heffernan, Selagh; *Modern banking*, John Wiley & Sons, 2005, стр. 407-415.

<sup>9</sup> Види: Kahneman, Daniel; Tversky, Amos, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, XLVII, 1979, стр. 263-291.

емотивно везан. У таквим ситуацијама постоји врло велика аверзија појединца према губитку и захтијевање много већег степена сигурности инвестиције него до тог тренутка.

Такође, неки аутори указују и на појаву тзв. “мјехурића” (енг. *Bubble*) на берзама широм свијета.<sup>10</sup> Ова појава подразумијева феномен прекомјерног ентузијазма у јавности у погледу будућег кретања цијена хартија од вриједности. Овај ентузијазам шире јавности углавном није заснован на реалним основама, па понашање учесника на финансијском тржишту и њихову мотивацију може се смјестити у домен ирационалног у контексту класичне економске теорије. Мјехурићи на финансијском тржишту се врло често појављују на нестабилнијим тржиштима, на којима инвестициони банкари и њихови клијенти имају доминантан утицај, и то у улози шпекуланата, али на појаву “мјехурића” нису имуна ни развијена финансијска тржишта.

Феномен мјехурића, у својој основи, има јако негативне посљедице на цјелокупан финансијски систем и привредни раст и развој посматране земље, јер се под утицајем брзорастућих цијена хартија од вриједности на финансијском тржишту врши реалокација слободних новчаних средстава из сектора инвестиција, усмјерених ка стварању нове вриједности, у сектор шпекулативних инвестиција.

Знајући да је свака шпекулација игра са нултим резултатом - док један инвеститор не оствари губитак, други инвеститор не може остварити добитак - сасвим је извјесно да шпекулативна тржишта не могу у дугом року перманентно бити у фази експанзије, јер без стварања нове вриједности нема привредног раста и развоја. Образложење ових тврдњи је релативно једноставно. Ако је у основи емисије неке хартије од вриједности финансирање неког инвестиционог пројекта, купац је за куповину те хартије мотивисан могућношћу остварења одређене зараде по основу новостворене вриједности. Дакле, цијена неке хартије од вриједности у дугом року директно зависи од претпостављене профитабилности инвестиције, усмјерене у стварање нове вриједности или, другим ријечима речено, цијена неке хартије од вриједности на финансијском тржишту је само посљедица рентабилности, продуктивности и економичности стварања нове вриједности у процесу производње.

Дакле, појаву финансијских криза треба посматрати као посљедицу веома динамичног развоја модерних финансијских система који уз недовољно рационално понашање учесника у финансијским

---

<sup>10</sup> Esch, Louis; Kieffer, Robert; Lopez, Thierry, *Asset and risk management*, John Wiley & Sons, Inc, 2005, стр. 47.



транзакцијама у одређеном периоду, доводи до “слома” финансијске структуре једне земље.

#### 4. Рефлексије глобалне финансијске кризе на финансијско тржиште у Републици Српској

Бањалучка берза хартија од вриједности је почела са радом маја 2001. године. То је прва и једина берза хартија од вриједности у Републици Српској. На Бањалучкој берзи организовано је трговање акцијама и обвезницама. Промет хартијама од вриједности на Берзи је из године у годину био у значајном порасту. Индикативно је да је у периоду изузетне експанзије трговања укупан промет у јануару 2007. године у односу на јануар 2006. године био већи за 170,15%, док је у фебруару 2007. године мјесечни промет достигао чак 80.263.747 КМ и био је већи у односу на фебруар 2006. године за 573,64%.

Подаци о укупном промету на Бањалучкој берзи, у периоду од 2001 до краја 2008. године, приказани су у сљедећој табели.

Слика 1. Укупан промет на Бањалучкој берзи у периоду 2001-2008. године<sup>11</sup>



Након релативно дугог периода константног раста индекса Бањалучке берзе до маја 2007. године, долази до наглог пада тржишне цијене свих акција, без разлике да ли се ради о емитентима који су пословали

<sup>11</sup> [www.blberza.com](http://www.blberza.com); Подаци за децембар 2008. године су процјена аутора

успјешно или неуспјешно у претходном периоду. У кратком року, узроке нестабилности финансијског тржишта Републике Српске можемо тражити у претјераном очекивању инвеститора у погледу раста цијена акција, те је сасвим природна тенденција да се цијене акција приближе некој својој реалној или “унутрашњој вриједности” у контексту тренутне стопе раста привреде Републике Српске.

Такође, неинформисаност и страх “малих” инвеститора од губитака на заузетим инвестиционим позицијама су у значајној мјери допринијели стварању “панике” на тржишту. Овај страх и осјетљивост је могуће оправдати код једног броја инвеститора који су ушли и у кредитно задужење код пословних банака, како би искористили изражено позитивно дејство полуге финансијског леверица у трговању већом количином акција. Њихова почетна мотивација је сасвим разумљива узимајући у обзир чињеницу да је каматна стопа код пословних банака око 10% на годишњем нивоу, док је стопа приноса просјечног инвеститора на Бањалучкој берзи у протеклом периоду знала бити и до 30% мјесечно. С друге стране, за стабилност тржишта у дугом року, неопходно је постојање правих институционалних инвеститора на тржишту – пензиони фондови, осигуравајућа друштва, разни типови инвестиционих фондова и сл., али и постојање квалитетних хартија од вриједности којим би ови инвеститори трговали. На Бањалучкој берзи тренутно постоји само један велики ликвидан учесник – Инвестиционо развојна банка Републике Српске. Уважавајући чињеницу да је ИРБ РС у значајној мјери омогућила успјех емисије општинских обвезница на Бањалучкој берзи, само њено присуство на тржишту није довољно, јер у овим условима ИРБ РС преузима веома велики дио ризика, без могућности да га подијели са другим учесницима на тржишту. Најављена реформа пензионог система и формирање Резервног пензионог фонда РС који би се, такође, појавио на берзи као инвеститор заинтересован за куповину хартија од вриједности може се тумачити као позитиван помак али, истовремено, веома ризичан. Проблем са којим ће се овај фонд суочити од самог почетка свог ангажмана на берзи је којим хартијама од вриједности трговати и у ком обиму. Одговорност за средства овог фонда према јавности је веома велика јер фонд управља дијелом средстава свих запослених у Републици Српској који своје доприносе сваког мјесеца уплаћују Фонду ПИО РС.

Зависност финансијског тржишта Републике Српске од стања и кретања како на тржиштима у окружењу, тако и од стања на глобалном финансијском тржишту, можемо посматрати поређењем кретања *NYSE Composite* индекса и индекса Бањалучке берзе БИРС и ФИРС. *NYSE Composite* индекс прати кретање тржишних цијена преко 2.000 хартија од

вриједности како са финансијских тржишта САД- а, тако и са финансијских тржишта Европе, Латинске Америке и Азије, па самим тим нуди могућност праћења перформанси пословања најбољих свјетских компанија.

Кретање индекса *NYSE Composite* и индекса БИРС и ФИРС у периоду од 2005. до краја 2008. године је приказано на следећој илустрацији.

Слика 2. Кретање индекса *NYSE Composite* и индекса БИРС и ФИРС (2005-2008)<sup>12</sup>



Анализом слике 2. може се уочити да је 2007. година била преломна за финансијско тржиште Републике Српске, али и за друга финансијска

<sup>12</sup> Извори: [www.blberza.com](http://www.blberza.com), [www.nyse.com](http://www.nyse.com), [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).

тржишта. Зависност Бањалучке берзе од дешавања у ближем и даљем окружењу може се објаснити учешћем великог броја страних инвеститора који су трговали на Бањалучкој берзи у посљедњих неколико година, диверзификујући инвестиције уврштавањем у свој портфолио и хартије од вриједности са Бањалучке берзе. Ову тврдњу је могуће додатно поткријепити анализом слике 1.: укупан годишњи промет на Бањалучкој берзи у 2007. години (742.582.290 КМ) је у односу на прву годину активног дјеловања (2002) (6.989.170 КМ) повећан за преко 100 пута, да би 2008. године био за 70% мањи у односу на укупан промет из 2007. године. Узимајући у обзир стање домаће привреде и ликвидност домаћих инвеститора, овако велике осцилације оствареног промета није могуће остварити без уласка капитала из иностранства и учешћа страних инвеститора у трансакцијама на берзи.

Сасвим је сигурно да Бањалучка берза, као локално тржиште у развоју, може наћи своје мјесто у оквиру регионалне мреже берзи у југоисточној Европи. Интеграциони процеси на финансијском тржишту који су засновани на примјени информационих технологија доприносе проширивању и продубљивању тржишта уз смањење изложености ризику свих учесника на финансијском тржишту, тако да у наредном периоду треба предузети кораке у правцу повезивања и интеграције Бањалучке берзе у јединствен систем котација и трговања са берзама из окружења како би био осигуран опстанак и дугорочно постојање Бањалучке берзе.

## **Закључак**

Финансијски систем у својој основи садржи низ тржишта, институција, закона, регулација и техника. Да би финансијски систем био ефикасан, он мора успјешно вршити своје основне функције: функцију штедње, функцију ликвидности, функцију плаћања, политичку функцију, функцију благостања, кредитну функцију и функцију управљања ризиком. У основи постоје два типа финансијског система – финансијски систем оријентисан ка банкама и финансијски систем оријентисан ка финансијском тржишту. Регулација дјеловања учесника на савременим финансијским тржиштима је, у значајној мјери, еволуирала у односу на регулацију из периода велике економске кризе 1929-1934.

Послије 2001. године, када су регулатори почели да уочавају озбиљније проблеме, финансијска тржишта до краја 2006. године биљеже позитивне стопе раста, уз мање или веће проблеме о којима је било ријечи. Средином 2007. године, тржиште хипотекарних кредита у САД улази у озбиљну кризу, која се брзо проширила на цијело финансијско тржиште, и полако пренијела и на реални сектор. Финансијске кризе су,

превасходно, повезане са кризама у банкарском сектору, као једним од основних елемената свих финансијских система.

Финансијска криза се манифестује кроз пропадање кључних финансијских институција, што изазива директан притисак на банке у виду повлачења депозита, неразликовање добрих од лоших банака, а нарочито кроз појаву панике код свих учесника у финансијским трансакцијама. Година 2007. је била преломна за финансијско тржиште Републике Српске, али и за друга финансијска тржишта. Зависност Бањалучке берзе од дешавања у ближем и даљем окружењу може се објаснити учешћем великог броја страних инвеститора који су трговали на Бањалучкој берзи у посљедњих неколико година, диверзификујући инвестиције уврштавањем у свој портфолио и хартије од вриједности са Бањалучке берзе.

У наредном периоду треба предузети кораке у правцу повезивања и интеграције Бањалучке берзе у јединствен систем котација и трговања са берзама из окружења како би био осигуран опстанак и дугорочно постојање Бањалучке берзе.

## Литература

1. Alexander, J. Gordon; Sharpe, F. William; Bailey V. Jeffery, *Fundamentals of Investments*, 3<sup>rd</sup> Edition, Prentice Hall, 2001.
2. Blake, David, *Financial Market Analysis*, 2<sup>nd</sup> Edition, John Wiley & Sons, 2000.
3. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, J. Alan, *Essential of Investments*, 3<sup>rd</sup> Edition, Irwin McGraw-Hill, 1998.
4. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, J. Alan, *Investments*, 3<sup>rd</sup> Edition, Irwin McGraw-Hill, 1996.
5. Ђукић, Ђорђе; Бјелица, Војин; Ристић Живота, *Банкарство*, треће издање, Економски факултет, Београд, 2006.
6. Живковић, Бошко; Шошкић, Дејан, *Финансијска тржишта и институције*, друго издање, Економски факултет, Београд, 2007.
7. Ерић, Д. Дејан, *Финансијска тржишта и инструменти*, друго допуњено и измијењено издање, Чигоја, Београд, 2003.
8. Fabozzi, J. Frank; Mann, J. Steven; Moorad, Chodry, *The global money markets*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2002.
9. Fabozzi, J. Frank; Modigliani, Franco; Ferri, G. Michael, *Foundations of Financial Market and Institutions*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1994.
10. Foley, J. Bernard, *Capital Markets*, Macmillan Education Ltd., London, 1991.

11. Gardner, J. Mona; Mills, L. Dixie; Cooperman, S. Elizabeth, *Managing Financial Institutions*, 4<sup>th</sup> Edition, The Dryden Press, Orlando, 2000.
12. Група аутора, *Економски речник*, 2. измењено и допуњено издање, ЦИД Економског факултета, Београд, 2006.
13. Heffernan, Selagh; *Modern banking*, John Wiley & Sons, 2005.
14. Hubbard, R. Glenn, *Money, the Financial System, and the Economy*, 3<sup>rd</sup> Edition, Addison-Vesley Longman, New York, 2000.
15. Johnson, J. Hazel, *Financial Institutions and Markets A Global Perspective*, Irwin McGraw-Hill, 1993.
16. Jorion, Phillipe, *Financial risk manager handbook*, second edition, John Wiley & Sons, Inc, 2003.
17. Јовановић Гавриловић, Предраг, *Међународно пословно финансирање*, 9 измијењено изд., Економски факултет, Београд, 2001.
18. Kidwell, S. David; Peterson, L. Richard; Blackwell, W. David, *Financial Institutions, Markets, and Money*, 7<sup>th</sup> Edition, The Dryden Press.
19. Ковач, Оскар, *Међународне финансије*, Економски факултет Београд, 2002.
20. Miller, LeRoy Roger; VanHoose, D. David, *Modern Money and Banking*, 3<sup>rd</sup> Edition, McGraw-Hill, 1993.
21. Милојевић, Добривоје, *Лексикон финансијских тржишта*, Савремена администрација Београд, 1996.
22. Mishkin, S. Frederic; Eakins, G. Stanley, *Financijska tržišta i institucije*, Mate, Зарреб, 2005.
23. Mishkin, S. Frederic, *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, 7 издање, Дата статус, Београд, 2006.
24. Rose, S. Peter, *Money and Capital Markets*, 6<sup>th</sup> Edition, Irwin McGraw Hill, 1997.
25. Saunders, Anthony; Cornett, Millon, Marcia; *Финансијска тржишта и институције*, Posloni dnevnik, MASMEDIA, друго издање, 2006.
26. Васиљевић, Бранко, *Основи финансијског тржишта*, друго измењено и допуњено издање, Принцип, Београд, 1999.
27. Шошкић, Б. Дејан, *Хартије од вредности: Управљање портфолијом и инвестициони фондови*, Треће издање, Економски факултет, Београд, 2006.
28. [www.blberza.com](http://www.blberza.com)
29. [www.khov-rs.org](http://www.khov-rs.org)
30. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)